

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

Doctorat ès-sciences politiques et économiques

LES VARIATIONS
DU TAUX DE L'INTÉRÊT
en France
depuis la guerre

THÈSE

présentée et soutenue le 30 janvier 1928

PAR

Pierre ROSSILLION

Président : M. GERMAIN-MARTIN

Suffragants { M. TRUCHY
M. PERREAU

1927

IMPRIMERIE DU REVEIL

2 bis, Impasse du Mont-Tonnerre, 2 bis
PARIS

UNIVERSITÉ DE PARIS — FACULTÉ DE DROIT

Doctorat ès-sciences politiques et économiques

LES VARIATIONS
DU TAUX DE L'INTÉRÊT
en France
depuis la guerre

THÈSE

présentée et soutenue le 30 janvier 1928

PAR

Pierre **ROSSILLION**

Président : M. GERMAIN-MARTIN

Suffragants { M. TRUCHY
M. PERREAU

1927

—
IMPRIMERIE DU REVEIL

2 bis, Impasse du Mont-Tonnerre, 2 bis
PARIS

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



**LES VARIATIONS
DU TAUX DE L'INTÉRÊT
EN FRANCE
DEPUIS LA GUERRE**

AVANT-PROPOS

Nous nous sommes proposés, dans cette étude, de dégager les causes des variations du taux de l'intérêt et leurs conséquences, parmi les phénomènes monétaires et financiers complexes où elles se sont produites pendant les années récentes. Jamais le mécanisme mondial du taux de l'intérêt n'a connu de secousses aussi considérables. La faillite monétaire de plusieurs pays d'Europe, la circonstance nouvelle de l'accumulation d'or aux Etats-Unis, les crises économiques, les crises financières ont créé un état d'instabilité tel qu'on a pu croire aussi à la faillite des doctrines économiques.

Il n'en est rien et seule une fausse interprétation des faits peut amener à cette conclusion. La vérité est que les lois économiques ont gardé toute leur force et que les phénomènes qui semblaient le plus les contredire ont finalement servi à les confirmer.

La France a fourni, elle aussi, un champ d'expériences sans précédent ; après avoir soutenu le terrible effort de quatre années de guerre, de la reconstruction des régions dévastées, elle s'est trouvé en présence d'une situation

financière extrêmement grave. Le déséquilibre budgétaire, le déficit de la balance des comptes, l'inflation, la hausse des prix et la baisse du change avaient créé dans le pays, un sentiment d'inquiétude, qui vint grossir, dans le prix du loyer de l'argent, la part réservée au risque.

La prime d'assurance contre la dépréciation de l'unité monétaire est devenu un élément essentiel dans le calcul du taux de l'intérêt. Parfois, même, elle ne suffit plus à attirer les capitaux ou atteint des proportions considérables.

Cette hausse même du taux de l'intérêt est une cause nouvelle de défiance par la dépréciation qu'elle exerce sur les anciens titres de revenu, elle crée des difficultés économiques par la gêne qu'elle entraîne dans les entreprises dont le besoin de fonds de roulement s'est accru par suite des conditions monétaires nouvelles.

Une certaine harmonie a couronné, en France, plus que dans les pays où les bouleversements monétaires ont été d'une autre amplitude, les divers facteurs économique, monétaire, financier. La période même que nous avons choisie forme un tout dans notre histoire financière ; désormais, une période nouvelle commence avec la stabilité de fait et le rajustement de l'économie générale du pays au taux actuel de la monnaie, mais comme les divisions de temps sont plus arbitraires en économie politique que partout ailleurs, c'est à l'évolution de faits intimement liés à la période que nous étudions que nous assisterons dans l'avenir.

Dans une introduction, nous nous efforcerons de définir le taux de l'intérêt. Dans la première partie nous étudierons le taux de l'intérêt à court terme, particulièrement dans les variations du taux de l'escompte et dans la situa-

tion de la Trésorerie et dans une deuxième le taux de l'intérêt à long terme ; enfin, nous examinerons les problèmes soulevés par le taux de l'intérêt à l'intérieur de la nation et sur le marché international.

L'étude d'une situation aussi complexe exige une discrimination rigoureuse des faits ; nous nous sommes efforcés de ne retenir que ceux qui nous paraissaient les plus significatifs parmi tous ceux dont l'observation était indispensable. Nous avons attribué une part importante aux phénomènes psychologiques qui nécessitent, d'ailleurs, l'appui de la statistique.

Nous avons surtout tenté de dégager les grands problèmes posés par le taux de l'intérêt en sacrifiant l'arbitraire des classifications trop rigides et des compartiments trop étanches à un exposé plus souple de la réalité vivante.

Introduction

Qu'est-ce que le taux de l'intérêt ?

*L'épargne. — Le revenu. — Les deux formes d'épargne. —
Marché monétaire et marché financier. — Le taux de
l'intérêt.*

La notion d'épargne ne se présente pas sous un aspect simple ; ce que nous voulons entendre ici par épargne, ce n'est pas la consommation économisée, mais la consommation différée. La première constitue un acte économique important, certes, et l'élimination du gaspillage est une source de richesse, mais elle ne saurait nous intéresser du point de vue particulier que nous envisageons. La consommation différée, au contraire, qui découle d'un acte de prévoyance, constitue la véritable épargne. De cette dernière, on distingue généralement deux aspects : l'épargne-réserve, qui n'a pas encore trouvé son emploi et l'épargne créatrice, qui est engagée dans les placements à longue échéance.

Cette classification correspond à la réalité des marchés, mais elle ne saurait être trop rigoureuse, car elle risquerait de provoquer une confusion entre les deux phénomènes

économiques, de les opposer l'un à l'autre, alors qu'en réalité ils contribuent tous deux à la productivité. La discrimination de l'emploi de l'épargne réserve par les banques est évidemment à peu près impossible : comment connaître avec une précision mathématique l'utilisation de cette épargne, qui comprend pratiquement des opérations à très court terme, des opérations d'escompte ? C'est cependant grâce à des opérations de ce genre que les entreprises peuvent vivre et prospérer ; elles constituent en somme leur volant régulateur.

Tout autre est l'utilité de la distinction entre épargne réserve et épargne créatrice, si l'on considère la position du marché (1). Jusqu'aux données nouvelles apportées par l'école psychologique, on considérait le marché d'une façon purement objectif et l'on envisageait le taux de l'intérêt comme une tendance à l'équilibre des diverses forces modifiant le milieu économique et le milieu social. On négligeait trop souvent les dispositions du prêteur pour examiner seulement celles de l'emprunteur. C'est, dès lors, que la distinction entre épargne réserve et épargne créatrice joue avec toute sa force. En effet, du côté du prêteur que constate-t-on ? D'une part, des individus qui ont conservé sous forme monétaire — la seule qui nous intéresse ici — les sommes qu'ils n'ont pas consacré à la consommation. Le développement des institutions de banque, de crédit, d'épargne, a amené ces individus à placer ces fonds, temporairement, dans ces établissements en se réservant la faculté d'en disposer au moment qu'ils auront choisi. Si on ne craignait de créer des équivoques par l'emploi de termes trop abstraits, on pourrait dire qu'il s'agit là d'une

(1) Cfr. sur toute cette question le cours de M. Germain Martin pour l'année 1926-1927.

épargne *statique* (toujours en envisageant le côté du prêteur), tandis que, nous le verrons, il existe une épargne *dynamique* qui est une épargne créatrice. Il reste bien entendu qu'il s'agit là d'un aspect vu par le prêteur, mais que dans la réalité économique, les deux termes jouent un rôle plus ou moins actif, mais également important. D'autre part, si le débit de l'épargne réserve est continu, son niveau est variable, parce qu'il n'y a pas et qu'il ne peut pas y avoir, de par sa nature même, concordance entre l'entrée et la sortie des fonds. L'épargne réserve, constituée en définitive par l'apport massif des revenus bruts, alimente le marché monétaire.

L'épargne créatrice, elle, alimente le marché financier. Elle est l'apport du revenu net sur le marché financier. Elle est bien dynamique pour l'épargnant, puisqu'elle va être employée d'une façon définitive dans le but de lui faire produire un supplément de revenu. Le terme même d'épargne créatrice la définit : elle servira à la constitution de nouvelles entreprises, au développement d'entreprises anciennes, aux dépenses que l'Etat ne peut couvrir par le seul impôt.

M. Charles Rist a dégagé les rapports qui existent entre le marché monétaire et le marché financier. Le marché monétaire est le marché des prêts de banque ; ces prêts sont rendus possibles uniquement par les dépôts, par les réserves de caisse, déposés dans les banques par les épargnants. Le marché monétaire repose sur le fait qu'il y a disparité de temps entre le moment où l'on touche son revenu et le moment où on le dépense. Le marché financier, au contraire, est le marché de l'épargne créatrice et il présente des phénomènes différents. La différence la plus remarquable est la suivante : tandis que sur le marché

financier les mouvements du taux de l'intérêt sont extrêmement lents, sur le marché monétaire, ils sont brusques et variables.

Sur la période 1873-1895-1914, par exemple, on constate que le taux de l'intérêt qui, en 1873 atteignait environ 5 à 5 1/2 %, est progressivement descendu jusqu'à 2 3/4 % en 1895.

A partir de cette époque, un mouvement contraire est observé : le taux de l'intérêt à long terme atteint 4 et 4 1/2 en 1914. Il a donc fallu 22 ans pour faire baisser le taux de l'intérêt de 5 à 2 1/2 et 19 ans pour le faire remonter de 2 3/4 % à 4 1/2 %.

Au contraire, si l'on étudie le taux de l'escompte en Angleterre on constate que la courbe affecte une sinusoïde autour de celle du taux de l'intérêt. Le taux de l'escompte est passé, en 1895 à 2 %, alors qu'en 1873 il avait atteint jusqu'à 7 % pour revenir à 4 % puis remonter à 5 % et toujours ainsi. Il suit donc le mouvement lent du taux de l'épargne, mais avec un rythme différent.

L'origine de cette diversité d'allure se trouve dans la diversité même des fonds apportés. La demande est régulière pour les fonds à long terme : nécessités de l'entreprise, de l'outillage, de l'organisation des usines, etc..., au contraire, sur le marché monétaire, c'est l'offre qui demeure sensiblement la même, et la demande qui varie dans de très larges proportions, selon qu'un appel plus ou moins grand est fait au crédit.

Comment, dès lors, vont s'établir les relations entre ces deux marchés ? Le marché de New-York, qui est parfaitement organisé, est caractéristique à cet égard. Lorsqu'il existe une période de dépression, les banques sont tentées d'employer leurs disponibilités sur le marché des capitaux

à long terme, d'acheter des titres qui, en général, ne sont pris que par l'épargne proprement dite. Les titres vont donc subir une hausse, surtout les valeurs à revenu fixe. Leur activité nouvelle est manifestée en bourse, annonçant une reprise. Une hausse du taux de l'intérêt s'ensuit et favorise les entreprises naissantes ou en voie d'accroissement. Cette reprise même provoque une hausse des prix et l'augmentation des revenus. C'est le moment que vont choisir les banques pour retirer leurs fonds du marché des capitaux et les reporter sur le marché monétaire qui en a de plus en plus besoin, le développement des affaires nécessitant des crédits à court terme de plus en plus importants. Ainsi s'opère la réaction du taux de l'intérêt du marché à long terme sur le taux du marché à court terme.

Après avoir distingué les deux aspects de l'épargne, épargne réserve, épargne créatrice, correspondant aux deux compartiments du marché des capitaux, marché monétaire, marché financier, nous pouvons rechercher une définition du taux de l'intérêt.

Et tout d'abord, comment expliquer le taux de l'intérêt ? Diverses théories ont tenté d'y parvenir soit en tenant compte de la productivité, soit en dégagant les conditions psychologiques des parties en présence.

D'après la théorie quantitative, les variations du taux de l'intérêt sont soumises à la quantité de capitaux sur le marché. Elle part d'une erreur fondamentale en ne tenant pas compte des répercussions de l'abondance des capitaux sur le prix des marchandises. Sans doute, l'offre augmente, mais la demande augmente également puisque les prix des marchandises s'élèvent. Ricardo a parfaitement mis en lumière ce phénomène. Le banquier, d'ailleurs, n'échappe pas à ce mirage parce qu'il calcule toujours d'après ses dis-

ponibilités de caisse et qu'il tend à les assimiler à la situation monétaire. En réalité, les courbes du taux de l'intérêt et les courbes de la quantité de monnaie n'affectent aucunement la même forme. Le professeur Irving Fischer a démontré qu'aux Etats-Unis les variations de la circulation amenaient à cette conclusion que, dans la moitié des cas, lorsqu'il y a abondance monétaire, l'intérêt s'élève et que, dans l'autre moitié, il diminue. Il n'y a donc aucun rapport entre ces deux phénomènes.

Il convient toutefois de tenir compte de ce fait que le taux de l'intérêt est affecté, indirectement, par les quantités de monnaie en circulation, à travers les prix. L'accroissement des moyens d'achat remis aux mains du public provoque une hausse des prix qui détermine elle-même une hausse du taux de l'intérêt, par suite des besoins plus nombreux dans les entreprises et les exigences nouvelles des prêteurs.

Une autre théorie considère le taux de l'intérêt en fonction de la productivité du capital ; mais, comme la précédente, elle est trop simpliste. Comment expliquer que, sur le marché monétaire, le taux de l'escompte est en raison inverse des facultés productrices de l'entreprise et que, sur le marché financier, les fonds prêtés à l'Etat assurent des taux d'intérêt qui sont sans rapport avec leur productivité ?

Ces théories prennent-elles plus de vigueur si l'on y ajoute, comme on a tenté de le faire, divers éléments tels que le risque, la facilité de surveillance, la nouveauté de l'emploi ? L'idée de risque qui fait incorporer à l'intérêt une prime d'assurance a été mise en relief par les événements récents : dépréciation monétaire, crainte de nouvelles charges fiscales, de consolidation forcée, etc...

Quant à la surveillance du capital prêté, il est en effet normal que si elle ne peut être exercée avec facilité, une prime d'un autre genre devra s'incorporer également à l'intérêt. La nouveauté de l'emploi est une autre composante. Il est certain qu'une entreprise d'un caractère plus nouveau, qui peut paraître par là même plus osée, plus aventureuse, devra offrir un taux d'intérêt plus élevé qu'une entreprise déjà ancienne et qui a fait ses preuves.

Pour l'école psychologique, qui ramène tout à l'utilité finale, le taux de l'intérêt n'est déterminé que par le désir de jouir immédiatement d'un revenu, de substituer, à une réalisation lointaine, une réalisation immédiate. La Fontaine avait dit déjà : « Un tiens bon vaut mieux que deux tu l'auras. » Celle théorie a bien l'avantage de suivre avec une grande souplesse les mouvements de capitaux, mais elle néglige un élément qu'une expérience récente nous a fait tenir pour essentiel : le risque.

Le baron Mourre (1) définit l'intérêt mondial par « le rapport de la valeur v , les capitaux produits dans le monde pendant un temps déterminé à celle de la valeur V des capitaux fixes (instruments producteurs) existant dans le monde pendant le temps considéré ».

Pour cet auteur toute la question de savoir quelles causes font varier l'intérêt devient celle-ci : pourquoi, à certaines époques de l'histoire, les capitaux circulants se déprécient-ils ou s'apprécient-ils par rapport aux capitaux fixes ?

La guerre, par la destruction considérable des capitaux fixes et circulants qu'elle entraîne, est une cause de hausse du taux de l'intérêt.

(1) *Revue d'Economie Politique*, année 1924, p. 45.

La saturation des besoins, hypothèse théorique est une cause de baisse de ce taux.

La productivité plus ou moins grande des entreprises nouvelles par rapport aux anciennes est susceptible d'influencer l'intérêt. C'est ce que le baron Mourre exprime par cette loi : « L'intérêt mondial, c'est-à-dire l'intérêt du capital fixe existant déjà, est égal à l'intérêt présumé du capital fixe en voie de formation. »

Cet intérêt présumé est, en réalité, déterminé par celui du capital déjà fixé, il s'ensuit qu'un rendement actuel élevé est un obstacle à la hausse future de l'intérêt. « Le taux actuel influe donc sur le taux de l'avenir en vertu de son niveau. Mais, en outre, l'intérêt du capital récemment fixé sert de guide aux capitalistes pour présumer l'intérêt du capital projeté. »

L'épargne, que l'auteur définit « la non-consommation » est appelée à jouer un rôle dans la détermination du taux de l'intérêt. On ne peut conclure de l'abondance de l'épargne à la baisse du taux de l'intérêt, les événements récents l'ont prouvé. Est-il vrai que les épargnants, ne trouvant plus à employer leurs capitaux circulants essaient de les échanger contre des capitaux fixes, de telle sorte que ceux-ci haussent et que, par conséquent, l'intérêt baisse ? Il faut tenir compte d'autres éléments tels que l'accroissement des risques, le manque de confiance, l'incertitude du lendemain.

L'emprunteur, « au lieu de fixer ses propres capitaux, fixe les capitaux d'autrui à qui il sert un intérêt qui n'est que l'intérêt présumé d'un capital duquel il faut déduire le bénéfice de l'emprunteur ».

Dans quel sens l'augmentation ou la diminution du volume des emprunts fera-t-elle varier l'intérêt ? Il est

difficile de répondre à cette question. Si, en effet, une hausse survient à la suite d'emprunts, cette hausse ne saurait être durable que si les capitaux fixes trouvent les débouchés rémunérateurs.

Les emprunts d'Etat exercent-ils une sérieuse influence sur le taux de l'intérêt ? Le baron Mourre ne le croit pas, les emprunts émis depuis la guerre, dit-il « n'ont contribué à élever l'intérêt que dans une faible mesure, s'ils n'ont pas exercé sur lui une influence dépressive ». Pour lui, la hausse du taux de l'intérêt est due à la raréfaction des capitaux circulants provoquée par la guerre.

L'action de la production d'or détermine-t-elle des mouvements du taux de l'intérêt ? « L'intérêt étant le rapport de deux prix, celui des capitaux circulants et celui des capitaux fixes, ne doit pas être affecté par la hausse des prix, si ceux-ci s'élèvent d'une manière uniforme. » Or, la production de l'or agit sur les prix, toutes choses égales d'ailleurs.

Que penser alors, demande M. Mourre, de l'histoire économique d'un siècle résumée dans ce tableau :

1820-1852 : hausse des fonds d'Etat, faible production d'or.

1852-1866 : baisse des fonds d'Etat, forte production d'or.

1866-1891 : hausse des fonds d'Etat, faible production d'or.

1891-1897 : hausse des fonds d'Etat, forte production d'or.

1897-1914 : baisse des fonds d'Etat, forte production d'or.

Le caractère exceptionnel de la période de 1891 à 1897 n'est pas pour enlever à ce tableau sa démonstration du parallélisme entre les deux phénomènes. Le baron Mourre y voit l'action d'une illusion provoquée par la hausse des prix, illusion qui stimule l'initiative de l'entrepreneur parce qu'il espère un accroissement de rémunération.

Le taux de l'intérêt n'est-il pas plutôt déterminé par l'utilité et la rareté ? « En se plaçant au point de vue des entreprises qui demandent des capitaux dit M. Truchy dans un de ses cours, on peut admettre, en dernière analyse, qu'elles offrent un intérêt plus ou moins élevé selon la productivité générale de l'économie, selon la mobilité du capital et selon la concurrence que se font entre eux les capitalistes. L'intérêt n'est pas déterminé par une seule cause, stock de monnaie, dépréciation du futur ou productivité du capital, mais par un ensemble de faits agissant sur l'offre et la demande de capital, dont ces trois derniers, qui contribuent à en fixer le prix. »

Nous nous rallions à cette formule. Nous avons vu qu'il est indispensable de toujours discerner le marché monétaire du marché financier. C'est l'examen du mécanisme même de ces marchés, de leur technique particulière qui peut permettre une définition aussi précise qu'il est possible en ces matières. Sur le marché monétaire, par exemple, les conditions de liquidité, peuvent, en période de risque, risque monétaire, risque financier, risque fiscal, primer toute autre considération, c'est le cas des dépôts en banque, pour lesquels l'épargnant se soucie beaucoup plus des facilités de retrait de fonds que du taux même d'intérêt versé. Sur le marché financier, les conséquences d'une émission se mesureront, elles aussi, au sentiment de sécurité résultant des garanties données par l'emprunteur et

de la situation générale. On est toujours en présence du souci d'obtenir le maximum d'avantages de la dernière unité employée, avec le minimum d'efforts. Le taux de l'intérêt est la composante de forces multiples, qui déterminent elles-mêmes les courants de capitaux entre ces deux vases communicants que sont le marché monétaire et le marché financier. Le taux de l'intérêt est un équilibre entre tendances psychologiques, éléments proprement techniques et circonstances générales. Par là, s'explique l'amplitude de ces variations, tantôt lentes, tantôt brutales, et leur répercussion sur les phénomènes économiques et les rapports internationaux. Par là se précise également l'objet de cette étude : les variations du taux de l'intérêt sur l'un et l'autre marché et les problèmes économiques qu'ils soulèvent.

PREMIÈRE PARTIE

Le taux de l'intérêt
à court terme

Le taux de l'intérêt à court terme comprend les opérations d'escompte, les emplois au Trésor à brève échéance, et, d'une façon générale, tous les placements effectués sur le marché monétaire. Il est donc étroitement lié aux conditions monétaires.

Ce que nous entendons par marché monétaire ne correspond pas en France à la définition qu'on en donne à New-York ou à Londres. Comme l'a fait remarquer M. Robert Wolff (1) « alors qu'en Angleterre, en Amérique, il existe véritablement un « marché de l'argent », c'est-à-dire des cotations régulières concordantes et quasi publiques pour les diverses formes d'emploi d'argent à court terme, — alors que de nombreux spécialistes, institutions bancaires, courtiers interviennent constamment pour escompter, prêter, réescompter, emprunter, et que s'établit ainsi un nivellement perpétuel entre les divers compartiments, — la place de Paris n'offre à aucun degré l'aspect d'un véritable « marché », les emplois et demandes de fonds, tout en se réglant sur des besoins réels, tout en étant basés sur la recherche des conditions les meilleures, sont réglés souvent par des traditions ou des préférences personnelles plus ou moins fondées ; d'où une inégalité parfois choquante entre des emplois comparables. A Paris,

(1) La France Economique ; *Annuaire de la Revue d'Economie Politique* (mars-avril 1926.)

il n'y a pas compartiments communiquants mais cloisons étanches. »

L'Etat, sans doute, avait bien permis de suppléer à ce défaut d'organisation par ses émissions de Bons de la Défense, mais, dès que les premières inquiétudes se firent jour, les Banques cherchèrent d'autres moyens de placer leurs disponibilités. Déjà, au cours de l'année 1924, on observa de grands rapatriements de soldes étrangers qui ne trouvaient que difficilement leur emploi à Paris, et une réduction très marquée des souscriptions des Banques étrangères aux Bons de la Défense.

La crise de confiance devait gagner les souscripteurs nationaux eux-mêmes, et les craintes de consolidation forcée qui s'affermirent en novembre 1925 provoquèrent des troubles très graves dans la Trésorerie des Banques, précisément à cause de la mauvaise organisation du marché monétaire.

Le taux de l'intérêt de l'argent à court terme a évidemment suivi de très près ces phénomènes ; alors que le taux s'élève avec les difficultés de Trésorerie, dès que la confiance revient, l'abondance des disponibilités provoque une baisse durable de ce taux, baisse qui, actuellement, est devenue caractéristique de l'état du marché et des circonstances économiques.

CHAPITRE PREMIER

Le taux de l'escompte

Les effets du taux de l'escompte en régime de papier-monnaie convertible. — Les effets en régime de cours forcé. — Le mouvement des capitaux et les variations du taux de l'escompte depuis la guerre. — Le taux de l'escompte et l'existence d'une lourde dette flottante. — La situation monétaire et la perspective de gains par la spéculation. — La revalorisation de 1926.

Toutes les avances à court terme (reports en bourse, avances sur titres ou sur marchandises, avances en compte courant), ont un taux d'intérêt variable selon les dispositions du marché, l'intensité de l'offre en capital liquide et de la demande, mais c'est le taux de l'escompte qui règle ces taux divers parce que c'est lui qui augmente ou diminue le volume du crédit.

Avant la guerre, en régime normal, c'est-à-dire en régime de papier-monnaie convertible, les variations du taux de l'escompte avaient pour effet de modifier les cou-

rants de capitaux. Une élévation de ce taux à Londres, par exemple, faisait rechercher à Paris, où le taux était plus bas, du papier long sur Londres, puisqu'elle produisait une dépréciation générale des effets de commerce, une dépréciation des valeurs de bourse et enfin une dépréciation des marchandises. Les capitaux se trouvaient donc attirés par la baisse des cours des valeurs mobilières et leurs courants tendaient à remplacer ceux de l'or entre les places internationales. Conditions monétaires stables, conditions de politique générale également stables, avaient permis à cette pratique des variations du taux de l'escompte de jouer avec une précision mathématique.

Les banques d'émission devaient, avant tout, posséder le contrôle effectif du marché des capitaux, afin de pouvoir faire jouer le taux de l'escompte en concordance avec l'intérêt général de la nation. Elles poursuivaient un triple objectif : l'amélioration de la balance commerciale, l'arrêt de l'exode de l'or, la vérification des courants de capitaux.

Une hausse du taux de l'escompte sur une place, incite les banquiers nationaux à employer leurs capitaux sur cette place même et à rapatrier ceux qu'ils avaient placés à court terme sur un marché étranger. D'autre part, les banquiers étrangers trouvent une source de bénéfices entre la différence du prix du papier long acquis dans leur pays et du taux de l'escompte sur cette place, où ils solderont leurs achats en papier court. Il s'ensuit un accroissement de la demande de chèques sur cette place, et, partant, une amélioration du change, un arrêt dans l'exportation de l'or.

Encore faut-il, pour que l'élévation du taux de l'escompte par l'institut d'émission produise ses pleins effets, qu'elle soit suivie du taux hors banque. Il se produit alors un courant des capitaux étrangers vers le marché le plus

rémunérateur. Une telle politique n'a pas seulement des répercussions sur le change, mais sur le marché financier et sur la balance commerciale puisqu'elle agit sur les conditions mêmes d'achat et de vente et qu'elle provoque la liquidation des positions en bourse.

A vrai dire, à la veille du bouleversement mondial opéré par la guerre de 1914, le mécanisme du taux de l'escompte tendait à se restreindre et la cause en était dans la difficulté croissante pour la Banque d'émission de faire la loi sur le marché, le taux privé tendant de plus en plus à s'affranchir de cette même loi, par suite du développement des opérations de crédit dans les grandes banques. Les dépôts supplantaient le billet de banque. C'est alors que les Banques d'émission en Angleterre, puis aux Etats-Unis, ont dû procéder à des ventes de titres sur le marché financier pour permettre au taux de l'escompte de jouer sur le marché monétaire.

Depuis la guerre, l'étude des variations du taux de l'escompte ne permet pas de conclure à une technique bien définie, à une théorie générale. Ainsi que le fait remarquer M. Germain Martin dans son cours (1) « le problème du taux de l'escompte pendant la guerre, et la période d'après guerre est dépourvu de simplicité. Une théorie générale des phénomènes aurait peut-être l'élégance des grandes lignes, mais, à coup sûr la faiblesse de l'erreur systématique ».

Avec l'apparition du cours forcé, le taux de l'escompte perd de son efficacité. « L'incertitude résultant des risques financiers et politiques que la guerre a laissés derrière elle

(1) Année 1926-1927.

fait intervenir, dit notamment Keynes (1), un nouvel élément qui parfois l'emporte sur le facteur des intérêts relatifs de l'argent. Les possibilités de troubles financiers ou d'agitation politique, l'éventualité vraisemblable d'un moratorium dans l'hypothèse de difficultés nouvelles, ou de l'introduction d'une réglementation des changes qui s'opposeraient aux mouvements oscillatoires qui se produisent en dehors du pays, ou même les conséquences d'une profonde démonétisation, tous ces facteurs empêchent les banquiers, même si le risque à proprement parler est éliminé, de conserver des disponibilités importantes sur les marchés étrangers. »

Le taux de l'escompte est demeuré pendant toute la guerre et jusqu'en 1920 à 5 %. C'est seulement le 8 avril 1920, qu'a été amenée une hausse de ce taux, de 5 à 6 % nécessitée par la politique de déflation entamée et l'annonce de la crise mondiale.

En effet, le 24 avril 1919, une convention approuvée par la loi du 17 juillet 1919, a élevé le montant des avances de la Banque à l'Etat, qui est passé de 24 à 27 milliards. Cette avance devait être résorbée par un emprunt qui fut émis au mois de mars 1920 (5 % amortissable). D'autre part, l'élévation des prix augmentait les demandes d'escompte et la hausse du taux de l'intérêt à l'étranger contraignit l'Institut d'émission à porter à 6 % le taux de l'escompte et à 6,50 % le taux des avances sur titres.

Le rapport de la Banque de France pour 1920 déclare : « Quelle qu'ait été l'influence de la crise, nous n'avons pu repousser aucune demande de crédit. Nous avons accueilli par la voie du réescompte ou de l'escompte direct tout le

(1) *La réforme monétaire*, page 151.

papier dont la création répondait aux besoins légitimes du commerce et de la production. L'importance des crédits ainsi accordés est attestée par le développement même de nos escomptes et de nos avances sur titres. En un an, notre portefeuille commercial s'est accru de près de deux milliards, passant de 0,268 millions le 24 décembre 1919, à 3.276 millions à la fin du dernier exercice. Le solde de nos avances sur titres s'est élevé parallèlement et dans le même temps de 1.451 à 2.205. »

En 1920, l'Etat a remboursé la Banque. La limite d'émission est fixée à 41 milliards et le maximum des avances aux gouvernements étrangers est passé de 3 milliards 980 millions le 30 décembre 1920, à 4.141 millions de 22 décembre 1921.

Après la crise de 1920, qui se manifeste à New-York et à Londres par l'abaissement du taux de l'escompte, la Banque de France réduit le sien de 6 à 5 1/2. Il en résulte un accroissement des demandes d'escompte qui permet, en 1922, de faire passer ce taux de 5 1/2 à 5 % (1^{er} mars 1922).

C'est entre ces deux mesures — 8 avril 1920, élévation du taux à 6 %, 28 juillet 1921, abaissement du taux à 5 1/2 %, que se placent les points maxima de tous les indices économiques caractéristiques de la crise de 1920.

De 1921 à 1923, on observe l'application d'une politique de déflation par la diminution des avances de la Banque à l'Etat, en vertu de la convention François-Marsal, une baisse des prix et le maintien du taux de l'escompte à 5,79 en 1921, 5,11 en 1922, 5 % en 1923.

En 1924, devant l'accroissement de la circulation fiduciaire et la hausse des prix, le taux de l'escompte a été nécessairement élevé de 5 à 5 1/2 % le 10 janvier, à 6 %

le 17 janvier, à 7 % le 11 décembre. Cette mesure déchaîna des appréhensions telles dans le monde des affaires que le ministre des Finances crut devoir déclarer, le 30 décembre, au Sénat, qu'aucune majoration nouvelle n'aurait lieu.

M. François-Marsal, en effet, à la même séance (1) exposa les craintes du commerce et de l'industrie. Il fit observer que le premier résultat de l'élévation du taux de l'escompte est une surcharge du fonds de roulement de tous ceux qui ont besoin de crédit, et, par conséquent, une augmentation du prix de vente entraînant la hausse du coût de la vie et le chômage.

L'orateur a fort bien mis en relief les répercussions sociales et économiques de l'élévation du taux de l'escompte. Comment vont réagir tous ceux qui vivent de leur travail quotidien et qui vont se trouver devant des prix plus élevés ? Ils demanderont des élévations de salaires ; si, d'une part, cette augmentation est accordée, en totalité ou en partie, les exportations seront entravées et nos besoins de devises difficiles à satisfaire ; si, d'autre part, il y a décalage prolongé entre l'élévation des salaires et celle des prix, il se produira une diminution de la consommation et le commerçant constituera des stocks. Dans ce cas, il passera moins de commandes à l'industrie fabricante ; l'industriel devra ralentir sa cadence de fabrication et comme, en même temps, les placements d'obligations deviennent de plus en plus difficiles et onéreux, le crédit de fonds de roulement devient plus cher, on aboutit à du chômage.

M. François-Marsal concluait son bref exposé en déclarant qu'il y avait deux politiques de Trésorerie : une poli-

(1) *Cf.* *Journal Officiel*, Débats Parlementaires du 31 décembre 1924.

tique d'argent cher à tous les points de vue et de restriction du crédit qui conduit toutes les classes laborieuses à la souffrance par l'anémie du commerce et de l'industrie. Une politique inverse, d'assainissement monétaire, d'argent à bon marché, féconde au point de vue économique et social et favorable à la Trésorerie.

M. Clémentel, alors ministre des Finances, déclara qu'il s'opposerait à toute augmentation nouvelle ; qu'en tout cas il n'admettrait jamais l'élévation du taux des bons de la Défense. Selon lui, la hausse du taux de l'intérêt en 1924, a été dû à « certaines émissions de régions libérées, remises entre les mains des industriels, des entrepreneurs qui les ont acceptées à des cours assez bas, et qui les ont fait escompter à des cours plus bas encore, créant ainsi un taux élevé et factice ».

M. Maurice Kellersohn, commentant cette mesure, écrivait avec raison (1) : « la hausse de l'escompte n'est efficace que dans la mesure où elle provoque un rationnement de la consommation, ou bien dans la mesure où elle contraint les producteurs et vendeurs à accepter une réduction de leur marge bénéficiaire, sans augmentation de leur prix de vente. Cette seconde alternative ne se produit, cela va sans dire, que lorsqu'il n'y a vraiment plus moyen de faire supporter, à l'acheteur découragé, l'incidence des majorations des prix de revient ».

En 1925, l'argent à court terme est toujours abondant et à bon marché, tandis que l'argent à long terme devient de plus en plus rare et cher. La Banque de France, en effet, se trouve aux prises avec les plus grandes difficultés pour exercer le contrôle du marché ; la crise de confiance

(1) *Journal des Finances*, 9 janvier 1925.

sévit alors et provoque le placement des disponibilités en dépôts susceptibles d'une liquidité absolue. Le taux de l'escompte officiel a été de 7 % jusqu'en juillet 1925, puis de 6 % jusqu'à la fin de l'année (cette mesure coïncidait avec l'émission de l'emprunt à garantie de change) le taux des avances étant maintenu à 8 %. Le rapport du Conseil général de la Banque pour l'exercice 1925 déclare que cette diminution a été due à l'allègement du portefeuille de la Banque. En réalité, c'est plutôt à l'impossibilité de poursuivre la tentative de déflation amorcée en 1924 par l'élévation du taux de l'escompte à 7 %, la dépréciation de la monnaie et les émissions nouvelles de billets pour compte de l'Etat étant venues enrayer cet essai de resserrement monétaire.

La dévalorisation du franc nécessitant l'extension des fonds de roulement, a provoqué une augmentation des dépôts (1) ; d'autre part, les établissements de crédit ont recherché le beau papier commercial. au fur et à mesure qu'ils délaissaient les emplois en valeur du Trésor. C'est ce qui explique que le taux hors Banque, qui était de 5 % dans le premier semestre de l'année 1925 est descendu, dans le deuxième semestre, aux environs de 4 3/4 %.

L'année 1926 présente deux phases nettement caractéristiques. Jusqu'à la fin du mois de juillet, le taux de l'escompte reste invariable, à 6,50 %, malgré la chute accélérée de la monnaie et l'exportation des capitaux. La déprécia-

(1) Les causes qui ont influé dans le sens de l'augmentation ou de la diminution des dépôts en Banque sont, dans le premier cas : le développement de l'activité économique, l'accroissement de la circulation fiduciaire, la hausse des prix, l'extension de l'emploi du chèque ; pour le second : la concurrence de l'Etat, les risques de dépréciation monétaire et l'insécurité politique engendrant l'exportation des capitaux.

tion de la monnaie et les menaces portées sur l'épargne provoquent cette « fuite devant le franc » que, seule, une atmosphère politique et économique apaisée pouvaient arrêter. Sans doute, les gouvernements qui se succèdent tentent la réalisation de projets d'assainissement financier, d'amortissement de la dette publique, mais ils n'y réussissent pas, en présence de l'attitude démagogique de certains éléments politiques.

Il faut attendre au 1^{er} août, alors que les mesures financières indispensables sont annoncées, que la chute du franc est enrayée pour assister à l'essai d'une politique de l'escompte. La Banque de France, à cette date, porte le taux de l'escompte de 6 à 7,50 %.

Le rapport de la Banque de France du 27 janvier 1927 commente ainsi cette mesure : « Bien que la Banque de France ne soit pas en mesure, en période de cours forcé, d'agir, comme avant la guerre, par la variation des taux d'intérêt, sur la répartition du crédit, nous nous sommes efforcés, ainsi que les années précédentes, d'adapter ces taux aux conditions générales du marché.

« Dès que les circonstances l'ont exigé à la fin de juillet, nous avons porté de 6 à 7 1/2, le taux de nos escomptes pour indiquer au monde des affaires que le moment paraissait venu de faire preuve d'une grande prudence, de diminuer les engagements excessifs et d'éviter toutes mobilisations sous la forme d'avoirs en devises.

« Dès que l'abondance des capitaux disponibles nous eût donné la conviction que le marché n'avait plus à redouter les dangers d'une spéculation excessive, nous avons tenu à faire bénéficier le commerce et l'industrie de conditions de crédit plus modérées, et, le 16 décembre,

nous avons ramené notre taux d'escompte de 7 1/2 à 6 1/2 %.

Par suite du resserrement opéré par l'Institut d'émission, le taux hors banque a subi, en 1926, une hausse appréciable. Voici les taux maxima et minima pratiqués (1) :

	Maxima	Minima
Janvier	5	4 1/8
Février	5	4
Mars	5 1/8	4 1/4
Avril	5	4 1/4
Mai	5 3/8	4 1/4
Juin	5 3/4	4 3/4
Juillet	5 7/8	4 5/8
Août	7 1/8	6 3/4
Septembre	7 1/8	6 1/2
Octobre	7 3/8	6 1/4
Novembre	6 1/2	5 3/4
Décembre	6	4 3/4

Une politique de restriction des crédits par l'élévation du taux de l'escompte, risquait d'ailleurs, dans les circonstances où elle avait lieu, d'avoir des conséquences sérieuses sur l'industrie du pays. « La politique de la baisse des prix par les interventions de la Banque d'émission désireuse de limiter les obtentions abusives de crédit aux affaires, doit être faite avec une excessive prudence », dit M. Germain Martin (2).

Nous avons vu que M. François-Marsal développait au Sénat la même idée.

(1) *Annuaire de la Revue d'économie politique* pour 1926, p. 169.

(2) *Les Finances Publiques de la France et la Fortune Privée* (1914-1925), p. 385.

Un autre phénomène vient rendre plus complexe le mécanisme du taux de l'escompte : l'existence d'une *dette flottante* considérable, dont le remboursement brutal peut incomber à l'Etat. M. François-Marsal retraçait brièvement le mécanisme de l'escompte dans notre pays : « Il y a, dit-il, deux grands types d'établissement d'escompte : les banquiers locaux et régionaux qui ont un petit capital, de petites réserves, et qui font de l'escompte qu'ils vont immédiatement porter à la Banque de France. Ce sont, d'ailleurs, des banquiers auxquels il faut rendre hommage, parce que ce sont souvent ceux qui ont contribué de la plus utile façon au bon et sain développement industriel de notre pays ». Par l'élévation du taux de l'escompte, de la Banque de France, ils seront contraints de restreindre l'aide qu'ils apportent au commerce et à l'industrie.

L'autre catégorie des escompteurs comprend, d'une part, pour des chiffres relativement faibles comme volume, les maisons de haute banque et les grandes banques d'affaires et, pour des chiffres considérables, les établissements de crédit. On aperçoit ici la relation existant entre le taux de l'escompte et la situation de la Trésorerie : les établissements, qui ne réescomptent pas leur papier à la Banque, mais simplement leurs propres ressources, souscrivent des bons de la Défense nationale. Or, la perspective de mesures telles que la suppression de l'immunité fiscale pour les bons de la Défense mis en portefeuille dans les établissements de crédit peut inciter ces derniers à délaisser les bons pour prendre du portefeuille commercial, d'où une gêne sérieuse pour la Trésorerie.

Comment l'Institut d'émission pourra-t-il assurer le contrôle du marché par la seule élévation du taux de l'escompte ? On a proposé de combiner la politique du taux de

l'escompte avec les variations du taux de l'intérêt accordé par l'Etat aux titres de la dette flottante, aux bons de la Défense nationale. M. Jacques Rueff, dans un article de la *Revue Politique et Parlementaire* (1) a exposé ce système et comparé les mouvements des bons du Trésor sur le marché britannique, et ceux des bons de la Défense nationale.

En Grande-Bretagne, la dette flottante est alimentée par des adjudications publiques, hebdomadaires, où le Trésor ne retient que les offres les plus avantageuses et après lesquelles est publié le montant des souscriptions, celui des bons à trois mois attribués, le taux maximum des offres satisfaites et le taux moyen du placement. En même temps, la Banque d'Angleterre fait connaître le taux de son escompte. M. Jacques Rueff a dressé un diagramme représentant pour les années 1923, 1924, 1925, le taux d'escompte de la Banque d'Angleterre, le taux hors banque, le taux d'émission et le montant des bons du Trésor ; on observe que, durant cette période, les variations du taux des bons ont suivi exactement le taux hors banque à trois mois, lui restant inférieures d'une quantité ne dépassant jamais un dixième de point.

Cela s'explique par le choix qu'a le banquier d'employer ses disponibilités, soit en bons du Trésor, soit en escompte de papier court. Celui-ci, s'il est accepté par une grande Banque, présente des garanties à peu près égales à celles des bons.

Dans ces conditions, les différences de taux tendent à s'annuler, puisqu'une hausse appréciable du taux de l'escompte, en détournant les banquiers de placements en

(1) 10 juillet 1926.

bons, ferait, par là même, hausser le taux de ces bons en adjudication publique et que, dans le cas contraire, l'impossibilité de faire escompter des effets de commerce amènerait l'élévation du taux de l'escompte. Ainsi, l'achalandage des bons repose sur le fait « qu'à chaque instant les porteurs de bons ne peuvent avoir avantage à faire de leurs capitaux un emploi différent, autrement dit que la rémunération qui leur est offerte est toujours proportionnée à celle qu'ils peuvent trouver par ailleurs dans des conditions identiques ».

Cette méthode permet d'assurer la stabilité du système monétaire anglais. En effet, si, par suite d'une hausse des prix, d'une crise de confiance, d'une recrudescence de l'activité économique, des retraits de bons sont opérés, le taux de l'intérêt se tendra sur le marché, provoquant ainsi la hausse de celui des bons. « De la sorte, il n'est jamais plus avantageux de ne pas renouveler des bons que d'acquérir des disponibilités nouvelles sur le marché de l'escompte et, quelles que soient les conditions du moment, le montant des ressources que trouve le Trésor dans l'émission des valeurs à court terme peut rester invariable. » Il n'apparaît pas cependant que ce système pourrait jouer avec cette rigueur dans le cas d'un grave déséquilibre des changes provoqué par le déficit budgétaire et l'inflation, ou d'une crise de confiance persistante.

Dès que la sécurité du placement semblera précaire, il est évident que les détenteurs de disponibilités préféreront les utiliser de toute autre façon, et, au besoin les exporter.

En France, au contraire, le taux d'intérêt de la dette flottante est fixe. Il s'ensuit une impossibilité pour la Banque d'émission, d'exercer le contrôle du marché monétaire. Une augmentation du taux de l'escompte aurait, en

effet, pour résultat d'attirer vers les opérations d'escompte les disponibilités en quête d'emploi au détriment des valeurs du Trésor. « Dans les circonstances actuelles, dit M. Jacques Rueff, avec la fixité consacrée des taux de notre dette flottante, la pratique d'une politique énergique de restriction de crédit conduirait inéluctablement à une crise de Trésorerie. Et l'on comprend que la Banque de France ait hésité à exercer le contrôle d'un marché monétaire sur lequel ses interventions ne pouvaient déchaîner que les troubles les plus graves. » Il arrivait à cette conclusion qu'on ne pouvait songer à une politique monétaire efficace tant que le taux de l'intérêt de la Dette flottante demeurerait fixe. Comme cette organisation nouvelle ne pourrait jouer dans les campagnes, il aurait été créé un nouveau titre, à taux variable, exclusivement réservé aux établissements de crédit ainsi qu'aux entreprises. Le taux d'intérêt serait élevé chaque fois que le montant des souscriptions serait inférieur aux besoins du Trésor et diminué dans le cas contraire. Ce système avait d'abord l'inconvénient de créer deux catégories de Bons, dont l'une aurait nécessairement eu la prime sur l'autre dans l'esprit des épargnants.

Il ne tenait pas compte, d'autre part, des phénomènes psychologiques : les menaces de consolidation forcée, la crise de confiance, en dépit du taux de l'intérêt, ont provoqué à certains moments, des excédents de remboursements considérables.

C'est finalement, le système d'une Caisse de gestion qui a prévalu.

La « Caisse de gestion des Bons de la Défense nationale et d'amortissement de la Dette publique », doit, comme son titre l'indique, parer aux difficultés de la Dette flottante. Dans ce but, elle dispose des ressources énumérées

dans la loi constitutionnelle du 10 août : recette de la vente des tabacs, produit de la taxe complémentaire et exceptionnelle sur la première mutation, des droits de succession, et, en cas d'insuffisance de ces ressources, une annuité au moins égale à ce déficit, inscrite au budget.

En ce qui concerne l'étendue du rôle de la Caisse, le Président du Conseil reconnût qu'il eût, sans doute, pu sembler désirable de comprendre toute la Dette flottante, même les Bons du Trésor à long terme, mais il fit remarquer à juste titre que les ressources initiales n'auraient pas été suffisantes et qu'il était plus urgent de décharger la Trésorerie de « la masse la plus mobile et la plus impressionnable, par conséquent, la plus dangereuse de cette Dette flottante ».

La Caisse d'amortissement a dû se préoccuper de ne pas laisser dépasser le maximum d'émission des Bons de la Défense fixée à 49 milliards avec une tolérance de 6 %. Toute une série de mesures méthodiques a été prise, soit par le Gouvernement, soit par le Comité financier de la Caisse de gestion tendant à un abaissement général du loyer de l'argent.

Tandis qu'il avait fallu, le 30 juillet 1926, relever le taux de l'intérêt des Bons de la Défense nationale à 6 % pour les Bons à un an, à 5,50 pour les Bons à six mois, à 5 % pour les Bons à trois mois, à 3,60 pour les Bons à un mois, dès le 1^{er} décembre 1926, un décret abaisse le taux des Bons à un mois à 3 %. Le 10 décembre, un nouveau décret décide que les Bons de la Défense nationale à un mois émis à partir du 11 décembre, ne pourront être prolongés facultativement à 2 et à 3 mois, avec bonification d'intérêt comme ils l'étaient précédemment.

Le Comité financier de la Caisse décide, d'autre part,

que les Bons de la Défense nationale à un mois, émis à partir du 11 décembre ne pourront être souscrits qu'avec des Bons de la Défense nationale de même durée venus à échéance.

Le 16 décembre 1926, il supprime complètement les émissions de Bons de la Défense nationale à un mois. Des Bons à deux ans, au taux de 6 % sont créés à partir du 1^{er} janvier 1927. Le taux d'intérêt des Bons à un an est réduit à 5,50 celui des Bons à six mois à 4,50, et celui des Bons à trois mois à 4 %.

Continuant sa méthode, le Comité financier décide, le 22 décembre, que les Bons à trois mois émis à partir du lendemain, ne pourront être souscrits qu'avec des Bons de la Défense nationale de même durée venus à échéance. Le 13 janvier 1927, il suspend complètement les renouvellements de Bons à trois mois. A partir du 14 janvier, les coupures des Bons de la Défense nationale à 100 francs, de toute catégorie, sont supprimés. Le montant maximum que la circulation des Bons ne pourra pas dépasser, en 1927, est fixé à 49 milliards, sauf la tolérance de 6 % prévue par la loi du 7 août 1926.

Le 29 janvier, les émissions de Bons à six mois sont supprimés. Le 3 février, le taux d'intérêt des Bons de la Défense nationale à un an est réduit à 5 %.

Le 12 avril, le taux des Bons à deux ans, est abaissé de 6 à 5 % et celui des Bons à un an est réduit à 4 %.

Si la Caisse a pu prendre ces diverses mesures, c'est qu'elle voyait affluer, dans des proportions considérables les souscriptions de Bons.

Le projet de budget pour 1928 résume dans le tableau

suivant, le mouvement des Bons de la Défense nationale au cours des derniers mois :

	Millions
30 septembre 1926	46.850
31 octobre 1926	45.886
30 novembre 1926	48.542
31 décembre 1926	49.075
31 janvier 1927	47.224
28 février 1927	46.402
31 mars 1927	47.432
30 avril 1927	50.251

L'accroissement de ces émissions n'a pas eu pour origine les besoins de l'Etat. « Il provient exclusivement, dit M. Germain Martin (1) de l'abondance des disponibilités du public, de son hésitation à placer ces disponibilités en valeurs mobilières et de celles des entreprises industrielles qui ne veulent pas emprunter à 7 ou 8 %, dans le présent, ayant l'espoir d'un prochain recul du taux de l'intérêt. Malgré les diverses mesures auxquelles la Caisse a dû recourir pour limiter l'afflux de demandes de souscriptions aux Bons, il n'a pas été possible d'aller plus loin dans cette voie sans créer des difficultés graves aux entreprises ayant organisé leur Trésorerie, jusqu'à présent, en utilisant les Bons de la Défense nationale. » On voit également combien compte peu le taux de l'intérêt proprement dit en ces circonstances.

La Banque de France avait porté le taux de l'escompte le 1^{er} août 1926 de 6 à 7,50 % et le taux des avances sur titre de 7 1/2 à 9 1/2, afin d'activer le retour des capitaux exportés et le placement des capitaux étrangers, et, d'autre

(1) *Revue Financière du Journal des Débats*, 1^{er} août 1927.

part, de corroborer une politique, indispensable alors, de resserrement monétaire. La situation financière devenant chaque jour meilleure, elle n'a cessé, ensuite, d'abaisser le taux de l'escompte, permettant ainsi à la vie économique de supporter le ralentissement passager produit par l'assainissement monétaire. Le 16 décembre, le taux de l'escompte passe de 6,50 à 5 1/2 % et le taux des avances de 8 1/2 à 8 % le 14 avril, enfin, il passe à 5 % et le taux des avances sur titre de 7 à 6 %.

C'est la politique financière instaurée en août 1926 (1) qui, conduisant à un heureux renversement d'opinion, a permis à l'Institut d'émission, d'élever avec succès le taux de son escompte. On observe alors le rapatriement d'une partie des capitaux exportés et des mouvements de capitaux étrangers attirés, tout d'abord, par le taux élevé de l'escompte, et, surtout, par les perspectives de revalorisation de la monnaie. On ne se trouve donc plus, dès lors, en présence du phénomène de « fuite devant le franc », mais en présence d'un mouvement contraire. La manœuvre du taux de l'escompte va être combinée à celle du taux de l'intérêt des Bons et valeurs du Trésor à court terme et à la politique de consolidation et d'amortissement de la Dette publique.

Le loyer de l'argent à court terme, d'ailleurs, baissait, pendant le même temps, sur les places internationales. Les causes de cette détente générale ne sont pas partout les mêmes. Le 30 juin 1925, le taux de l'escompte à Berlin était à 9 %, il est, au début de 1926, revenu à 5 %. Là, l'emprunt des capitaux-dollars empruntés à New-York s'est fait sentir. A Amsterdam, le taux, pendant le même laps

(1) La loi du 3 août a rétabli l'équilibre budgétaire ; la loi du 7 août a posé un plan d'assainissement monétaire.

de temps, est revenu de 4 à 3 1/2 ; Hollande et Belgique ont bénéficié de l'exportation des capitaux des pays à monnaie instable. A New-York, par contre le taux de 3 1/2 est passé à 4 %, par suite du développement de la spéculation et de l'accroissement des achats à crédit dans tout le pays ; il est revenu, depuis, à 3 1/2. A Vienne, le taux revient de 11 à 6 % et à Varsovie de 10 à 8 1/2. Ce sont les plus fortes différences qu'on puisse constater. Là encore, la cause est toute particulière. Au fur et à mesure que la situation monétaire s'améliore, tant en Autriche qu'en Pologne, la fortune publique peut se reconstituer. Cette fortune avait été balayée par l'inflation. Les dépôts dans les Banques se reforment, d'où une plus grande aisance monétaire. En Angleterre, au contraire, le taux de l'escompte est à 4 1/2 %. La place de Londres doit se défendre, en effet, contre les influences de la grève anglaise, et contre les achats d'or opérés de toute part, par les nations continentales réalisant leur consolidation monétaire. Nous examinerons ce problème dans la dernière partie de cette étude.

Le tableau suivant montre le fléchissement mondial des taux officiels d'escompte(1).

Quelles sont les causes de ce fléchissement ? D'une façon générale, elles tiennent au retour de la stabilité dans les pays d'Europe ébranlés par les crises monétaires. Le taux de l'intérêt pendant la dépréciation de la monnaie comportait, en effet, une prime importante d'assurance contre ce risque, et, parallèlement, les entreprises, par leurs constitutions de stocks et leur achats de devises destinées à compenser une part de ce risque, avaient de plus

(1) *Extrait du cours de M. Germain Martin pour l'année 1926-1927.*

en plus besoin de capitaux. L'accroissement de l'offre provoquait l'élévation du taux de l'intérêt.

	30 juin	31 décemb.	30 juin	31 décembr.	Taux actuel
Amsterdam	4	3 1/2	3 1/2	3 1/2	3 1/2
Berlin	9	9	6 1/2	6	6
Berne	4	3 1/2	3 1/2	3 1/2	3 1/2
Bruxelles	5 1/2	7	7	7	5
Budapest	9	7	7	6	6
Copenhague ...	7	5 1/2	5	5	5
Helsingfors	9	7 1/2	7 1/2	7 1/2	7
Londres	5	5	5	5	4 1/2
New-York	3 1/2	3 1/2	3 1/2	4	3 1/2
Oslo	6	5	5 1/2	4 1/2	4 1/2
Paris	7	6	6	6 1/2	5
Prague	7	6 1/2	6	5 1/2	5
Stocklom	5 1/2	4 1/2	4 1/2	4 1/2	4
Tokio	7,3	7,3	7,3	6,57	5,84
Vienne	11	9	7 1/2	7	6
Varsovie	10	12	12	9 1/2	8 1/2

Depuis le retour de la confiance, notamment en France, les rapatriements de capitaux et les investissements de capitaux étrangers ont amené une baisse marquée du taux de l'intérêt à court terme. Le report sur la livre, qui était de 24 % en juillet 1926 tombe à 2,11/32 en mars 1927. Cet afflux de capitaux a eu une conséquence considérable sur les achats spéculatifs de valeurs en bourse.

Une autre cause de baisse du taux de l'escompte réside dans la disparition de la prime à l'exportation que constituait une monnaie dépréciée. L'industrie a été contrainte de liquider les stocks qu'elle détenait, et nous trouvons dans cette circonstance l'explication du caractère positif

de notre balance commerciale durant ces derniers mois. Depuis le mois de mai, au contraire, le mouvement de reprise constatée dans l'industrie (les statistiques du chômage accusent une diminution sensible) ont amené les entreprises à importer de plus grandes quantités de matières premières, ce qui explique le caractère déficitaire, pour ce mois, de notre balance commerciale.

La Banque de France a beaucoup de mal à rectifier les mouvements de capitaux parce que le taux de l'intérêt ne peut activer les capitaux étrangers tant que l'incertitude demeure.

Il y a encore prédominance des facteurs psychologiques.

Au point de vue monétaire, la Banque de France se trouve paralysée puisque l'élévation ou la baisse du taux de l'escompte ne lui permettent pas de régulariser d'une façon naturelle les achats ou les ventes de devises résultant des disponibilités très nombreuses sur le marché. Actuellement, le taux de l'intérêt de l'argent à court terme est de $1 \frac{3}{4}$ pour trois mois. Cette situation pourrait sembler paradoxale si l'on ne tenait compte de ce fait que, depuis un an, l'accroissement des moyens de paiement s'est opéré de façon plus rapide que leurs possibilités d'emploi. Cette création de pouvoir d'achat s'est-elle opérée par l'escompte ? Non, puisque le portefeuille d'escompte de la Banque de France est tombé à un chiffre extrêmement bas, au-dessous de 2 milliards après avoir atteint un maximum de 6 milliards.

Les opérations d'avances sur titres ne sont pas suffisantes non plus pour expliquer cet état de choses.

C'est à l'accroissement des achats de devises que doit être imputée cette augmentation de moyens d'achat du

public qui restent en attente d'emploi et qui n'ont pas encore été résorbés ni par des impôts ni par des emprunts d'Etat ni par des ventes massives de devises par l'Institut d'émission.

Il y a aussi des causes anormales de cette baisse du taux de l'argent à court terme. La preuve en est dans le mouvement du cours des rentes qui s'est orienté vers la hausse jusqu'à l'abaissement du taux à 4 % mais n'a pas continué lorsque ce taux est tombé à 3, puis à 2 1/2 %. C'est, qu'en effet, l'influence prédominante ne semble pas être uniquement due sur le marché monétaire à l'abondance ou à la restriction des capitaux, mais bien à l'afflux des offres ou des demandes.

D'autre part, la loi sur l'exportation des capitaux, toujours en vigueur, entrave leur libre mouvement et interdit aux possesseurs de capitaux disponibles d'en trouver un emploi plus avantageux sur les marchés étrangers.

Tableau indiquant les variations du taux de l'escompte et les principaux postes du bilan de la Banque de France de 1919 à 1926

Années	Taux de l'es-compte	Avances à l'Etat	Porte-feuilles d'escompte	Avances sur titres	Circulation	Comptes courants et dépôts
1919 ..	5	22.988	1.033	1.258	34.744	2.959
1920 ..	5,73	26.011	2.196	1.846	38.186	3.353
1921 ..	5,79	25.491	2.686	2.207	37.721	2.862
1922 ..	5,11	23.144	2.383	2.218	36.367	2.270
1923 ..	5	23.275	2.808	2.164	37.355	2.120
1924 ..	6	22.896	4.519	2.639	39.938	2.156
1925 ..	6,50	26.474	4.407	2.906	44.209	2.314
1926 ..	6,66	36.128	4.555	2.335	53.420	3.293

CHAPITRE II

Les emplois au Trésor

Le Bon de la Défense nationale. — Son origine. — Sa nature. — Son rôle. — Le taux de l'intérêt. — Les dépôts en Banque et les Bons de la Défense. — Les émissions. — La politique de consolidation. — Les comptes courants à la Caisse centrale du Trésor et l'achat de devises par la Banque de France.

Le type des emplois à court terme au Trésor est, depuis la guerre, le Bon de la Défense nationale. Le taux d'intérêt de ces Bons est fixe, comme nous l'avons vu, et a varié dans des limites assez étroites. Il représente, en effet, des avantages tout à fait particuliers.

« Les Bons de la Défense nationale, disait M. Clémentel en 1924 (1), ont acquis aujourd'hui une diffusion trop grande pour qu'une étude détaillée de leur caractère

(1) *Inventaire de la situation financière de la France*, p. 43.

et de leur mécanisme puissent offrir quelque intérêt. Par les facilités qu'en présentent la souscription, l'échange et le remboursement, ces valeurs sont particulièrement utiles pour le placement temporaire des fonds de roulement momentanément inutilisés et répondent au surplus aux désirs du public qui recherche des titres réunissant les avantages d'un intérêt convenable, d'une négociation souple et aisée, et d'une absolue fixité de cours. Aussi ont-ils, dès leur apparition, trouvé un large accueil auprès de l'épargne nationale. »

Le Bon de la Défense nationale présente un intérêt capital tant en ce qui concerne la Dette flottante et les périls qu'a pu, à certains moments, courir, de ce fait, la Trésorerie, qu'en ce qui concerne l'activité économique et le marché monétaire.

Le Bon de la Défense nationale a supplanté le Bon du Trésor. Celui-ci, avant la guerre, s'adressait principalement aux établissements de crédit, aux Compagnies de Chemins de fer, aux grands magasins qui, ne pouvant immobiliser leurs disponibilités plus ou moins abondantes selon les époques, les confiaient au Trésor, préférant, à un intérêt élevé, une échéance plus rapprochée. Ces Bons, dont le taux d'intérêt était fixé par un arrêté, ne pouvaient être escomptés. Ils atteignaient au moment de la guerre le chiffre de 400 millions.

A cette époque, la crise du crédit privé qui surprit les Banques les détourna de ces placements qui ne présentaient pas un caractère de liquidité immédiate, en dépit de l'élévation du taux d'intérêt, passant du taux uniforme de 3 % à 5 % pour les Bons à un an et à 4 % pour les Bons à six mois.

Un décret du 13 septembre 1914 institua alors le Bon

de la Défense nationale, qui s'adressait aux catégories les plus diverses d'épargnants. A côté des coupons de 100, 500, 1.000, 10.000 et 100.000 francs, on créa, le 15 août 1915, des coupons de 5 à 20 francs, portant intérêt à 5 % et qui, donnant des résultats assez décevants, furent supprimés le 12 mars 1922.

Le Bon de la Défense constitue un placement à court terme s'adressant à l'épargne réserve, comportant des avantages considérables pour le souscripteur, leur durée de 3 mois, 6 mois, 1 an jusqu'au 7 avril 1918, fut même admise à un mois à partir de cette date, afin, dit M. Germain Martin (1) « de faciliter entre le Trésor et le public une sorte de compte courant permanent de l'épargne disponible ou en attente d'emploi ».

La faveur dont jouit immédiatement ce genre de placement tint à son extrême facilité, à sa discrétion ; il devait plaire « à la plupart des nouveaux riches qui avaient un double souci : d'une part, se ménager des disponibilités, en prévision de la hausse croissante des prix des matières premières et de la hausse des salaires, et d'autre part, en obtenir un intérêt sans révéler au fisc l'importance de ces fonds. De ce point de vue il faut reconnaître que le Trésor français a favorisé l'évasion fiscale ».

Les Bons de la Défense avaient d'autres avantages : contrairement aux Bons du Trésor, ils jouissaient d'une possibilité d'escompte si leur délai restant à courir jusqu'à l'échéance ne dépassait pas trois mois. Cette faculté leur donnait, en somme, une liquidité absolue. Ils pouvaient également être barrés de la même façon que les chèques ; à dater de 1924, ils jouissaient enfin de l'exonération totale

(1) *Les Finances publiques de la France et la fortune privée*, p. 150.

d'impôts, tant cédulaire que global. Ce fut là d'ailleurs, une mesure extrêmement grave pour la réalisation de l'équilibre budgétaire.

Ces caractères ont contribué au développement du Bon de la Défense et les événements récents prouvent que les souscripteurs envisageaient moins le taux même d'intérêt que la grande facilité de placement présenté par ce titre.

Cependant, le taux d'intérêt accordé par l'Etat à ces Bons n'était pas sans avoir de sérieuses répercussions, sur le taux de l'escompte tout d'abord, et sur les conditions d'emprunt du commerce et de l'industrie, qui, par suite de la crise monétaire avaient un besoin de plus en plus constant de capitaux circulants. L'Etat se trouvait en concurrence avec les entreprises devant les épargnants et les contraignait à émettre des titres à des conditions de plus en plus onéreuses.

Le porteur d'obligations antérieurement souscrites subit lui aussi, la loi inéluctable : la hausse du taux de l'intérêt entraîne une diminution de la valeur des anciens titres et n'est pas pour rendre aux épargnants le sentiment de la sécurité.

Un caractère intéressant présenté par le Bon de la Défense est son emploi par les Banques de dépôt, qui profitaient de l'écart entre le taux d'intérêt servi à leurs déposants et celui des Bons de la Défense nationale. La politique adoptée en ce qui concerne le taux d'intérêt des Bons avait donc sa répercussion immédiate sur les mouvements du commerce et les opérations de crédit. Nous avons vu, plus haut, comment cette politique entravait l'efficacité des variations du taux de l'escompte. Elle vint, en outre, poser les plus graves problèmes de Trésorerie.

En effet, sous l'influence d'éléments divers, crise de

confiance, hausse des prix, surcharges fiscales, les souscriptions, d'une part, devenaient de moins en moins abondantes et, d'autre part, s'adressaient aux Bons à échéances de plus en plus courtes. Nous avons vu que les établissements de crédit, ont, à certains moments, préféré employer leurs disponibilités en escompte de bon papier commercial plutôt qu'en valeurs du Trésor.

Après avoir atteint son maximum au 1^{er} janvier 1924 avec 54.723 millions, le montant des Bons de la Défense s'est, à partir de cette date, considérablement abaissé, à 54.538 millions au 1^{er} janvier 1925, 45.735 millions au 1^{er} janvier 1926, 46.217 millions au 1^{er} mai de la même année sans que ces diminutions proviennent d'opérations de consolidation quelconque. L'année 1925 a été catastrophique à cet égard : le chiffre des remboursements excède de plus de 10 milliards celui des émissions. L'année 1926, grâce au rétablissement de la confiance a vu, au contraire, 4 milliards de souscriptions nouvelles. Et l'on ne saurait attribuer ce renversement de tendances à la hausse du taux d'intérêt des Bons qui eut lieu le 1^{er} août 1926 — parallèlement à celle du taux de l'escompte. En réalité, ce n'est pas tant à l'intérêt que s'attache le souscripteur qu'à la facilité de placement, et ceci nous amène à parler de la transformation des échéances.

En 1925, la Trésorerie avait à se préoccuper du remboursement des Bons du Crédit national et des Bons du Trésor à 6 % qui venaient à échéance, au gré des porteurs, les 1^{er} juillet, 25 septembre et 8 décembre 1925. Si, en 1923, les échéances de Bons 6 % 1921 à deux ans, n'avaient pas provoqué les mêmes embarras, c'est qu'alors, d'une part, les prix et les changes n'avaient pas encore subi de fluctuations très considérables et que, d'autre part, la

crise de confiance n'avait pas détourné les capitaux des placements en fonds d'Etat. Depuis, la hausse des prix et les craintes suscitées par l'avenir financier ont contraint les détenteurs de Bons à en demander le remboursement pur et simple, sans en faire le remploi en d'autres valeurs du Trésor.

M. Georges Lachapelle exprime ainsi cette influence (1) : « La hausse des changes étrangers entraîne nécessairement la hausse des prix et provoque, non moins nécessairement, des retraits plus ou moins élevés des dépôts à vue et à terme opérés dans les caisses du Trésor. Ces trois phénomènes se succèdent sinon sans délai, du moins avec une certaine concordance et d'après un rythme plus ou moins accéléré. Quand on s'aperçoit que baissent les cours du franc, on doit donc prévoir des embarras de trésorerie. Mais si l'on ne prend aucune mesure pour porter remède à la crise du change dès qu'elle se manifeste, on se trouve dans l'obligation, à l'heure des échéances, d'avoir recours à de nouvelles émissions de billets de banque, c'est-à-dire à une inflation fiduciaire d'autant plus difficile à arrêter qu'elle a été plus rapide et plus forte. L'expédient de l'inflation (à part certaines) n'a jamais eu d'autre résultat que d'aggraver, par la suite, la situation du Trésor, en accentuant la hausse des prix et les demandes de remboursement des Bons à court terme. »

M. Lachapelle ajoute que la politique générale exerce également son influence sur cette succession de phénomènes, par exemple, la menace d'un moratorium. « Mais, dit-il, cette confiance dans le crédit de l'Etat fût-elle iné-

(1) *La France Economique* en 1925, p. 61-62.

branlable qu'elle n'empêcherait pas de se produire les effets de la hausse des changes étrangers. »

Au plein moment de la crise de confiance, les échéances pratiquées étaient de plus en plus courtes, ainsi que l'indique le tableau établi par le Comité des experts :

	Bons à 1 an	Bons à 6 mois	Bons à 3 mois	Bons à 1 mois
	(en %)			
1 ^{re} quinzaine de janvier 1924.....	52,2	23,1	10,6	14,1
» » 1925.....	48,8	21,2	15,4	14,6
» » 1926.....	40,6	9,7	11,5	38,2
» Mai 1926.	42,3	7,1	15,2	35,4
» Août 1926.	36,	11,	17,	36, (1)
» Décembre 1926. ...	49,	17,	26,	8,

A la suite de la politique opérée par la Caisse de gestion, la proportion était la suivante à la date du 15 août 1927, les Bons à un mois et trois mois ayant totalement disparu : 1,1 % de Bons à six mois destinés à être remboursés au mois de juillet, 9,6 % de Bons à deux ans, 81,3 % de Bons à un an.

Le taux de l'intérêt offert comptait si peu — il suivait d'ailleurs la baisse considérable du taux de l'intérêt à court terme, — que la Caisse de gestion, malgré l'abaissement du taux de l'intérêt des Bons, de 6 % au 1^{er} août 1926, pour les Bons à un an, à 4 1/2 % au 22 juin 1927 pour les Bons à deux ans (les seuls qui subsistent) a craint, à plusieurs reprises, de voir dépasser « le plafond » des Bons fixés à 49 milliards par la loi du 7 août 1926.

(1) Chiffres établis postérieurement à la publication du rapport des experts.

L'émission des Bons ordinaires du Trésor a été suspendue à partir du 4 février 1927. Cette mesure ne provenait pas du fait que le maximum des Bons fixés par la loi du 3 août 1926, à 5 milliards était atteint, puisque le Président du Conseil a déclaré que, le 27 janvier, le montant des Bons du Trésor n'était que de 2.774 millions ; mais elle faisait partie d'un plan d'assainissement de la Trésorerie et du marché de l'argent à court terme. Quel est, en effet, le rôle normal du Bon du Trésor ? Uniquement d'assurer les ressources de la Trésorerie dans l'intervalle des rentrées budgétaires. L'Etat a trop souvent cédé à la tentation d'abuser des facilités de placements que lui procuraient les établissements de crédit. Le taux d'intérêt servi à ces Bons fixé par l'arrêté du 14 février 1923 est resté en vigueur jusqu'à leur suppression : Bon à un an 5 % ; de six mois à moins d'un an 4,75 % ; de trois mois à moins de six mois 4,25 % ; de deux mois à moins de trois mois 3,75 % et d'un mois à moins de deux mois, 3 %.

Dans les conditions où l'Etat était amené à accroître ses émissions de Bons du Trésor, ces taux d'intérêt étaient une cause de plus de désorganisation du libre marché de l'argent à court terme. En s'effaçant du marché monétaire, l'Etat tend à rendre à l'Institut d'émission, le rôle qui lui est dévolu en matière d'escompte.

Le même jour, d'ailleurs, la Banque abaissait le taux de son escompte de 6,50 à 5 % afin de rendre plus supportable au commerce et à l'industrie, le ralentissement économique dû à l'amélioration de la monnaie.

Nous avons, au chapitre précédent, déterminé les problèmes posés par l'existence d'une dette flottante considérable à l'égard du taux de l'escompte. Une des premières conditions qui s'imposent pour rendre à la Banque de

France le contrôle du marché monétaire par les variations du taux de l'escompte est évidemment la consolidation, l'amortissement et l'aménagement de cette dette. La politique suivie depuis ces derniers mois semble s'y efforcer avec succès mais elle est elle-même entravée par l'existence d'une dette à vue qui, sans présenter le caractère de gravité que certains financiers ont voulu lui attribuer, rend, néanmoins, plus pénibles les efforts tentés dans ce sens.

M. Palmade dans le rapport du budget du ministère des Finances de l'exercice 1928 expose le mécanisme du grossissement des comptes courants au Trésor. La dette de l'Etat envers la Banque a été diminuée de près de 11 milliards entre le 1^{er} août 1926 et le 7 juillet 1927.

On observe pendant la même période le grossissement progressif du poste divers à l'actif du bilan de la Banque. La Banque a acheté des devises étrangères en créditant les vendeurs en francs ; ces francs reviennent au Trésor s'employer en comptes courants, le Trésor avec ces disponibilités rembourse les avances de la Banque.

Cette explication est un peu simple et ne correspond pas exactement à la réalité des chiffres. Depuis août 1926 jusqu'au mois de juillet 1927, on peut distinguer plusieurs phases.

Dans la première phase, qui comprend la fin de l'année 1926 et le début de 1927, le montant des avances de la Banque est passé par les chiffres suivants :

1 ^{er} août 1926	1 ^{er} octobre 1926	1 ^{er} nov. 1926	1 ^{er} déc. 1926	1 ^{er} janv. 1927	1 ^{er} février 1927
—	—	—	—	—	—
millions	millions	millions	millions	millions	millions
37.450	36.650	35.750	35.700	34.000	32.550

Pendant cette même période, le montant des comptes

courants à la Caisse centrale n'accusait aucun mouvement en augmentation, il était même en régression : 1.783 millions au 1^{er} août 1926 ; 1.628 millions au 1^{er} février 1927. « Il n'y avait donc pas, dit M. Palmade, de corrélation entre les remboursements à la Banque et le mouvement des comptes courants au Trésor. » Comment expliquer ce phénomène ?

Les Bons de la Défense nationale n'étaient pas encore supprimés, les francs remis aux vendeurs de devises pouvaient donc utiliser cette forme de placement à court terme. En effet, l'accroissement des Bons de la Défense a été de 4 milliards, sans l'opération de consolidation réalisée au mois d'octobre par la Caisse d'amortissement qui a résorbé 3 milliards de Bons. On n'assiste donc pas au parallélisme du mouvement des avances et du montant des comptes courants mais à celui des avances et des Bons de la Défense.

La deuxième phase s'ouvre au début de février 1927, où se manifeste une corrélation partielle entre la diminution des avances de la Banque de France à l'Etat et un accroissement des comptes courants au Trésor, comme en témoignent les chiffres suivants :

	1 ^{er} février 1927	28 février 1927	30 avril 1927	6 mai 1927
Montant des avances...	32.550	29.600	29.300	28.900
Montant des comptes courants à la Caisse Centrale.	1.628	3.330	5.714	5.995

Ces chiffres, cependant, n'ont pas une valeur absolue, car les souscriptions en Bons de la Défense continuent, quoique sur un rythme ralenti.

On constate, en effet, que le montant des remboursements à la Banque et celui des comptes courants au Trésor, sont loin d'atteindre, entre le mois d'août 1926 et le mois de mai 1927, le montant des francs émis contre achats de devises. Nous voyons diminuer les avances de 9 milliards, les comptes courants grossir de 5 milliards, le poste divers à l'actif du bilan de la Banque enfler de 14 milliards.

	1 ^{er} août 1926	6 janvier 1927	17 février 1927	12 mai 1927
	—	—	—	—
	millions	millions	millions	millions
Poste divers à l'actif du bilan de la Banque.	3.689	5.930	9.000	16.179

C'est bien la preuve, constate M. Palmade, que les francs émis par la Banque à l'occasion des achats de devises ne lui reviennent pas en cette période par le seul chemin des remboursements effectués par le Trésor, sinon, il y aurait en cette période une différence de 5 milliards entre l'émission et la rentrée des billets (14 milliards environ d'achats de devises contre 9 milliards de remboursements à la Banque).

Ainsi, durant cette deuxième phase, nous nous trouvons en présence d'un double circuit. Le poste du passif « comptes courants et comptes de dépôts de fonds à Paris » qui contient les fonds déposés à la Banque par la Caisse de gestion, gonfle, en effet, dans la période envisagée de 5 milliards environ. Les francs émis par l'Institut d'émission en contre-partie d'or et de devises lui reviennent donc à la fois par les remboursements de l'Etat — qui proviennent des comptes courants du Trésor — et par les comptes courants de la Caisse autonome à la Banque — qui provien-

ment des excédents d'émission des Bons sur les remboursements.

La suspension des émissions et des renouvellements des Bons d'un an et au-dessous a amené la fermeture d'une des branches du circuit et déterminé la troisième phase où apparaît la corrélation très nette entre le mouvement des comptes courants au Trésor et les achats de devises par la Banque. Les capitaux disponibles ne pouvant s'investir en Bons de la Défense nationale, viennent se placer à très court terme dans des dépôts au Trésor. Voici le mouvement des comptes courants à la Caisse centrale et du poste divers à l'actif du bilan de la Banque :

Comptes courants à la Caisse Centrale

1 ^{er} août	1 ^{er} février	6 mai	15 mai	27 mai	9 juin
1926	1927	1927	1927	1927	1927
—	—	—	—	—	—
millions	millions	millions	millions	millions	millions
1.783	1.628	5.995	9.000	9.400	10.000

Poste divers à l'actif du bilan de la Banque

1 ^{er} août	17 février	12 mai	19 mai	27 mai	9 juin
1926	1927	1927	1927	1927	1927
—	—	—	—	—	—
millions	millions	millions	millions	millions	millions
3.689	9.000	16.179	18.073	19.017	20.483

La corrélation s'observe également dans la période qui suit jusqu'à l'époque actuelle ; entre le 15 juin et le 1^{er} août, le poste divers à l'actif s'élève de 21 milliards 299 millions à 24.551 millions, tandis que les comptes courants au Trésor oscillent entre 11 milliards et 8 milliards.

L'abondance de l'argent à court terme, qui explique le taux d'intérêt très bas servi par le Trésor à ses déposants, est donc due surtout à la création de crédits par les achats de la Banque de France. Les capitaux en attente d'emploi ne pouvant plus s'investir en Bons de la Défense viennent gonfler les comptes courants à la Caisse centrale du Trésor.

L'opération d'emprunt déterminée par le décret du 13 juin 1927 a eu pour but de résorber une partie de ses disponibilités. Les souscriptions à cet emprunt comprenaient, d'une part, les fonds déposés en Banque par les particuliers, d'autre part, des Bons de la Défense nationale, enfin l'argent frais susceptible d'emploi à long terme. Dans le premier cas, l'avantage retiré par le Trésor est de substituer à une échéance à vue, une échéance de 50 années. C'est une simple opération de consolidation. Dans le deuxième cas, le Trésor demande à la Caisse autonome de gestion de lui escompter les Bons du Trésor reçus en souscription ; la Caisse autonome retire alors une partie de ses fonds à la Banque de France ; le Trésor emploie le montant de l'opération à l'amortissement d'une partie des avances que lui a consenties la Banque.

Dans ces deux cas, aucun changement ne peut se manifester, ni dans la circulation, ni dans le mouvement des billets, mais dans le troisième cas, c'est-à-dire dans l'hypothèse de la souscription d'une épargne nouvelle, la Banque peut être amenée soit à réduire sa circulation, soit à augmenter son portefeuille de devises.

M. Palmade, dans son rapport, schématise ainsi ce mécanisme :

Nature des souscriptions	Influence sur le poste des avances	Influence sur la circulation
Bons de la Défense.....	Diminution	Nulle
Retraits de dépôts.....	Nulle	Nulle
Argent frais d'une épargne nouv.	Diminution	Diminution

En fait, sur un montant de souscriptions de 4.642 millions, il a été souscrit 1.392 millions en Bons de la Défense, 1.500 millions environ en argent frais ; 1.800 millions provenant des comptes courants des Banques au Trésor. Le prix de l'émission de l'emprunt était fixé à 92 %, soit avec une prime d'émission de 8 francs.

Ce résultat n'est pas négligeable. Il a permis d'abaisser le plafond maximum des avances de la Banque de 4 milliards 1/2, ce qui, avec le remboursement effectué le 31 décembre 1926, a ramené la limite des avances de la Banque à l'Etat de 38.500 millions à 32 milliards.

Un phénomène remarquable est la tentative de réduction des comptes à vue par l'abaissement successif de l'intérêt alloué aux déposants et qui est passé de 2 % en vertu de l'arrêté du 11 avril 1927, à 1,50 %, en vertu de l'arrêté du 1^{er} août.

Les comptes courants se sont effectivement réduits de 11 milliards 1/2, fin juin et fin juillet à 7 milliards 1/2, puis à 6 milliards 100 millions.

L'accroissement de ces comptes courants forme comme un îlot dans le marché monétaire qui ne pourra disparaître que lorsque les circonstances économiques et monétaires seront définitivement rétablies. Cette masse essentiellement mobile est, en effet, déterminée encore par la hausse des prix, par le ralentissement observé dans le commerce

et l'industrie, enfin par l'incertitude qui règne sur la solution du problème de la monnaie et que la stabilité de fait observée depuis un an n'a pas entièrement dissipé.

DEUXIÈME PARTIE

**Le taux de l'intérêt
à long terme**

Le marché financier, qui est le marché de l'épargne créatrice, nous place en présence du taux de l'intérêt à long terme ; taux d'intérêt des placements industriels et des emprunts d'Etat à longue échéance, les uns et les autres sont influencés par la situation monétaire. Le parallélisme de la courbe des changes et de la courbe du taux de l'intérêt est très net.

L'Etat est devenu un concurrent redoutable pour les émissions privées. Il s'est vu contraint d'offrir des taux d'intérêt de plus en plus élevés qui ont eu leur répercussion immédiate sur le taux offert par les entreprises. En même temps, l'élévation du taux de l'intérêt dépréciait le capital antérieurement placé et par là même, engendrait de nouvelles exigences de la part des souscripteurs aux émissions.

Des éléments nouveaux, nés de la guerre, sont intervenus dans la fixation du taux de l'intérêt, accroissement des charges fiscales, risque de dépréciation du capital, hausse des prix, intimement liés les uns aux autres et soumis, pour une très large part, à des phénomènes psychologiques.

Au développement du marché financier après la guerre a succédé un resserrement progressif, avec le maintien d'un taux d'intérêt élevé qui, à l'heure actuelle, est une cause de gêne pour l'entrepreneur. Enfin, la divergence anormale des taux d'intérêt sur le marché monétaire et sur

le marché de l'argent à long terme est l'indice d'une situation encore instable et d'une incertitude qui tient aux circonstances économiques.

Nous étudierons les problèmes soulevés par l'abondance ou la rareté des capitaux, l'inflation, les changes et la hausse des prix, enfin les emprunts d'Etat.

CHAPITRE PREMIER

L'abondance ou la restriction des capitaux

Le problème de l'abondance ou de la restriction des capitaux. — Est-il possible de concilier l'abondance des disponibilités avec une hausse progressive du taux de l'intérêt ? — La liquidation des pensions et des dommages de guerre. — L'accroissement des charges fiscales. — L'état actuel du marché de l'épargne depuis la revalorisation monétaire et la stabilité de fait.

Le taux de l'intérêt est, dans une certaine mesure, déterminé par l'abondance ou la rareté des capitaux qui, elles-mêmes, dépendent des rapports entre l'offre et la demande mais, dans les périodes troublées qui ont suivi la guerre, d'autres éléments interviennent : emprunts de

l'Etat, diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, aggravation des charges fiscales.

Pendant toute la guerre, l'Etat à drainé les réserves des épargnants ; de 1914 à 1921 les placements représentent 80 milliards de fonds d'Etat consolidés et 55 milliards de titres de la Dette flottante. L'industrie de son côté, après les formidables destructions d'usines et de capitaux entraînées par la guerre a largement fait appel aux placements à long terme : 13 milliards de titres à revenu fixe. En 1920, comme nous le verrons, la hausse brutale des prix attira tout d'abord les épargnants vers les valeurs à revenu variable ; la crise qui suivit les ramena, pour un temps très bref, aux valeurs à revenu fixe.

A partir de 1921, le taux d'intérêt des placements à longue échéance ne cesse de s'élever, tandis que le volume des émissions diminue. Le taux de l'intérêt des emprunts d'Etat passe de 5,50 % en 1921 à 7 1/2, 8,8 1/2 % en 1924 et le chiffre des émissions (Bons de la Défense compris) tombe de 46 milliards en 1920, à 39 milliards en 1921, 26 milliards en 1922, 19 milliards en 1925.

D'autre part, le montant global des émissions (1), obligations, valeurs du Trésor) passe de 45.906 millions en 1920, à 39.350 en 1921, 26.028 en 1922, 21.737 en 1923, 13.244 en 1924..

En 1925, les émissions ont fait place à 10 milliards 1/2 de remboursements.

L'offre de capitaux, tout d'abord, dépend de la faculté d'épargne du pays et de la sécurité offerte. La hausse du coût de la vie, l'apparition de lourdes charges fiscales, les menaces contre l'épargne tendent à la diminuer.

(1) D'après le relevé de l'Association nationale des porteurs de valeurs mobilières.

En régime de papier-monnaie, d'autre part, l'abondance des capitaux risque de devenir illusoire, elle n'est qu'apparente, ainsi qu'on peut le voir par le tableau suivant (1) :

ANNEES	Total des émiss. en millions de francs-pap.	Valeur moy. de 100 fr. papier en fr.-or	Total des émiss. en millions de fr.-or.
1919.	37.095	70	25.966
1920.	53.006	37	19.612
1921.	39.550	39	15.424
1922.	26.417	42	11.095
1923.	23.488	31	7.281
1924.	16.208	27	4.376
1925.	8.054	25	2.014

Il y a bien augmentation nominale, mais diminution de la valeur réelle.

Même observation pour le mouvement des fonds des caisses d'épargne :

ANNEES	Solde du 31 décembre aux déposants	Valeur-or des fonds placés
1920.	8.148	2.859
1921.	9.581	3.688
1922.	10.848	4.568
1923.	11.558	3.620
1924.	11.996	3.216
1925.	13.768	3.356

(1) D'après un tableau du Comité des experts (annexe, chap. 2, N° 6, p. 70).

On ne saurait davantage tirer une conclusion de l'accroissement des dépôts et comptes courants des quatre grands établissements de crédit, passant de 12.100 millions en 1919 à 20.267 millions en 1925 ; ce dernier total en effet, exprimé en francs-or, représente 74 % du total de 5.314 millions au 31 décembre 1913.

« La masse des dépôts augmente, dit M. Germain Martin (1) alors que le volume des émissions est en décroissance, parce que les dépôts sont faits surtout par des gens d'affaires dont les besoins d'unités monétaires, pour leurs fonds de roulements, gonflent avec la hausse des prix ou la tension des changes. »

La charge croissante des impôts, l'élévation des prix, la hausse des salaires, ont également exercé leur influence sur la formation des capitaux. L'augmentation du taux des impôts cédulaires, de l'impôt général, des droits de succession, des taxes sur les valeurs mobilières a atteint des proportions souvent décourageantes pour l'épargnant qui, dans beaucoup de cas, préférera consommer la partie de revenus qu'il consacrait aux placements.

M. Lescure, qui a étudié le marché des capitaux et les différentes thèses en présence (2), abondance des disponibilités sur le marché monétaire ou, au contraire insuffisance des capitaux disponibles et des épargnes, retient la thèse de l'abondance des disponibilités et recherche « s'il est possible de concilier l'abondance des disponibilités avec une hausse progressive du taux de l'intérêt ».

Il fait remarquer qu'en 1920-1921, la hausse des prix gonfle encore le chiffre des émissions, mais qu'après la

(1) *Op. Cit.*, p. 362.

(2) *Revue d'Economie Politique*, année 1923, p. 863.

crise les prix, comme les revenus et les disponibilités, reviennent à leur état normal. « Mais, en dégonflant les prix, la crise a, par là même, dégonflé la demande surtout la demande des entreprises industrielles et commerciales. Avec 1.000 francs on se procure plus de marchandises en 1922 qu'en 1920. La baisse des profits décourage les emprunteurs. »

Cependant, en 1922, les prix ont retrouvé une certaine stabilité ; or les émissions fléchissent, passant de 39 milliards 72 millions en 1921 à 25 milliards 534 millions. M. Lescure conclut à un gonflement anormal des émissions en 1920, et surtout en 1921, résidant dans la liquidation des pensions et l'acquit des arriérés en Bons de la Défense : « L'arriéré des pensions nous apparaît comme une épargne latente, ayant très sérieusement influencé les statistiques des émissions de fonds publics à court ou à long terme en 1920-1921. » C'est un fait qu'on ne saurait, en effet, négliger. En mars 1921, le chiffre des pensions était de 147.000, il tombait en 1922 à 60.000 par mois.

« Comment, poursuit l'auteur, expliquer la hausse progressive du taux de l'intérêt et surtout sa hausse récente ? Comment concilier ces trois termes, disponibilités abondantes, réduction des émissions, hausse du taux de l'intérêt ? »

Il ne pense pas que cette hausse est la conséquence de la peur de l'Etat qui n'est plus certain du succès de ses émissions. « En vérité, sous un régime de papier-monnaie, abondance des disponibilités, succès des émissions de titres, activité de la bourse des valeurs et hausse du taux de l'intérêt, cessent d'être contradictoires, car le taux de l'intérêt n'est plus exclusivement déterminé par l'offre et

par la demande de capitaux disponibles. Il est influencé par le cours des changes et le niveau général des prix. »

En 1922, où l'on observe la stabilité des prix et des changes, le taux de l'intérêt fléchit.

En 1923, on observe une hausse des prix due à la reprise économique et à la hausse des changes, les valeurs à revenu fixe sont délaissées pour les valeurs à revenu variable. Le taux de l'intérêt des capitaux à long terme renferme une prime d'assurance, contre la diminution éventuelle de leur pouvoir réel d'achat, qui varie directement avec le cours des devises étrangères.

M. Germain Martin fait état de la diminution des sommes payées pour dommages de guerre, il remarque qu'elle est beaucoup plus importante que le fléchissement des liquidations de pensions.

« Des relevés faits dans les succursales de la Banque de France ont montré qu'en 1921, la souscription aux obligations du Crédit national fut surtout importante dans les régions envahies. Le mouvement des affaires y était considérable. L'Etat avait remis 9 milliards d'indemnités pour dommages de guerre en 1920, 16.200 millions en 1921. Puis nous tombons à 12 milliards en 1922, 10.600 millions en 1923. En 1924, les paiements probables ne seront au total que de 7 milliards. »

C'est une cause certaine de régression dans la capacité d'absorption du marché des émissions.

M. Germain Martin ajoute que les sommes remises aux sinistrés ont été engagées dans des travaux et ont soutenu un mouvement d'affaires provoquant des bénéfices qui expliquent les souscriptions importantes des régions sinistrées aux émissions en 1921 et 1922. On ne saurait donc soutenir que le niveau des disponibilités devait rester

constant parce que, l'Etat effectuant moins de paiements aux sinistrés, a diminué ses appels à l'épargne. On constatait l'accroissement des rendements fiscaux dans les régions sinistrées : 964 millions en 1919, 2.382 millions en 1921, 2.819 millions en 1922, 3.722 millions en 1923, 4.500 millions en 1924.

Dans les autres départements les recettes passent de 8.130 millions en 1919, à 23 milliards et 24 milliards en 1924. De tels résultats, dit M. Germain Martin, intéressent l'équilibre budgétaire, mais viennent enlever des disponibilités surtout aux anciens épargnants des villes. « La bourgeoisie qui avait trouvé dans l'aliénation de ses patrimoines des ressources pour répondre aux appels de l'Etat à l'épargne, lors des emprunts de 1920, lors des placements d'obligations du Crédit national, est démunie de ressources. La hausse du prix des denrées, l'élévation cependant limitée du prix des loyers en 1924, diminuent les facultés de placement des citoyens. »

Il est incontestable que la hausse des prix, en restreignant les facultés d'épargne des citoyens, a agi sur le taux d'intérêt et sur le volume des émissions.

Le tableau ci-dessous est caractéristique :

	1921	1922	1923	1924	1925	1926
Montant total des émissions.	39.072	25.334	21.318	12.289	6.590	9.182
Indice général des prix.	352	334	428	499	561	718
Taux de l'intérêt (en %)	6,70	6,14	6,33	6,77	8,55	9,45
					(1)	(1)

(1) Compte tenu des conditions d'amortissement.

Hausse des prix, accroissement des charges fiscales tels sont les deux facteurs qui, unis, au sentiment d'un risque croissant, ont amoindri les facultés d'épargne de la nation. En même temps, ils provoquent l'augmentation des fonds de roulement des entreprises qui sont, par conséquent, contraintes d'envisager de nouveaux appels à l'épargne. Les facultés de celle-ci étant de plus en plus amoindries, il s'ensuit fatalement une hausse du taux de l'intérêt. Le rapport est flagrant entre le montant global des émissions, le mouvement des prix, les variations des changes, les appels de l'Etat, la situation politique et les fluctuations du taux de l'intérêt.

Une autre cause vient encore agir sur la constitution de l'épargne : celle qui tient aux perspectives de dépréciation monétaire et qui incite les exportateurs à se constituer des réserves en devises étrangères, pour régler les achats de matières premières ou même simplement pour échapper à ce risque.

« Tels sont, conclut M. Germain Martin, les faits qui modifient le volume des disponibilités sur le marché et qui, depuis 1922, doivent avoir eu pour résultat d'en réduire l'importance. L'Etat qui en 1919, en 1920, 1921 fut le grand pourvoyeur de capitaux, après avoir eu recours aux avances de la Banque de France et aux Bons de la Défense nationale, devient un distributeur plus parcimonieux en même temps qu'un percepteur d'impôts plus exigeant.

Or, la masse de besoins de capitaux dans l'industrie et le commerce n'est point réduite pour autant. Car les prix, sous l'influence de multiples facteurs, ne baissent point au cours de 1923, mais accusent, au contraire, une tendance à la hausse, malgré une chute brusque en mars-avril 1924,

suivie d'un relèvement rapide. Le rapport des capitaux circulants par rapport à la masse des capitaux fixes est modifié dans un sens qui accuse une raréfaction des premiers, la masse des seconds restant à peu près constante, ou même croissante à la suite des remplois dans les régions sinistrées.

Ce fait, combiné avec les besoins immenses de l'Etat qui reste lourdement débiteur et à l'intérieur et à l'extérieur, explique l'élévation du taux de l'intérêt à long terme qui a été constante depuis le deuxième semestre de 1923, l'Etat ayant été obligé d'attirer à lui les prêteurs par une offre d'intérêts qui, dans le présent, atteint 8,72 %.

En 1924 et 1925, un autre élément s'ajoute à ceux que nous avons déjà signalés : l'exportation des capitaux due aux craintes que faisait courir la situation monétaire et financière.

Il est incontestable qu'on se trouve en présence de divers phénomènes qui ont profondément remué le marché des capitaux ; éléments psychologiques, éléments techniques ont exercé leur influence.

En 1925, les émissions sont tombées à 5 milliards contre 13 en 1924. Non seulement, l'incertitude, mais, l'aggravation des charges fiscales sont parmi les causes de ce fléchissement. Le poids des impôts s'est en effet accru de 2 milliards 1/2 et a atteint principalement les valeurs mobilières.

Ce n'est pas seulement l'Etat qui a eu à souffrir de ce resserrement mais également l'industrie privée ; les émissions privées ont fléchi de 4.847 millions en 1924 à 3.689 en 1925 et jamais, cependant, le besoin de fonds de roulement n'a été aussi impérieux.

En réalité, il y eut perturbation dans le marché des

capitaux causée beaucoup plus par les craintes de risques que par la restriction des disponibilités. Et l'on peut en trouver une preuve dans le revirement des courants du marché qui s'est produit dès le mois d'août 1926, à la suite de l'apaisement politique et des mesures monétaires et financières votées par les Chambres.

Dès cette époque, on assiste, tout d'abord, à la hausse de la monnaie nationale, cependant, il est vrai, que les prix, emportés par le mouvement, passent, pour les prix de détail, de 480, en janvier 1926, à 628 (maximum) en novembre 1926.

Les épargnants reprennent confiance et ne demandent plus le retrait de leurs fonds, le seul mouvement des caisses d'Épargne est, à cet égard caractéristique (1).

	Ensemble des Caisses d'épargne	
	Dépôts	Retraits
Janvier 1926.....	338	113,9
Février	484,2	115,8
Mars	361,9	142,4
Avril	250,1	153,8
Mai	231,3	159,8
Juin	229,8	170,8
Juillet	171,8	358,8
Août	190,5	311,5
Septembre	282,7	152,6
Octobre	306,5	171,8
Novembre	273,7	157,1
Décembre	283,4	163,1
Janvier 1927.....	547,5	146,3

(1) Il convient d'observer que le maximum autorisé des dépôts a été élevé à 12.000 francs par individu, amenant ainsi une nouvelle clientèle, non seulement composée d'épargnants mais de petits commerçants qui les utilisent comme des placements à vue.

Le même mouvement s'observe dans les souscriptions aux Bons de la Défense.

Les capitaux se rapatrient. L'impression d'un financier anglais dans l'*Observer* du 10 octobre 1926 est intéressante à relever :

« Une lutte très vive est engagée à Londres sur la plupart des valeurs auxquelles la Bourse de Paris s'intéresse le plus. Elle tourne en ce moment à l'avantage du crédit de la France. Quand le change français se dépréciait chaque jour sensiblement, les capitaux français fuyaient leur pays pour trouver la sécurité à l'étranger. Le sentiment national demande aujourd'hui le rapatriement de ces crédits en France, maintenant que la situation s'améliore. On assiste donc à des ventes de valeurs à Londres et l'argent rentre en France.

« L'irrégularité du marché des principales valeurs de pétrole, de mines d'or est attribuée ici aux liquidations pour compte de Paris, et on s'attend à ce qu'elle continue tant que le rapatriement des capitaux français continuera. »

« C'est tout le contraire qui se produit exactement pour les différentes catégories de bons français libellés en sterling et cotés sur la place de Londres : le rétablissement de la confiance dans les finances françaises explique leur vif mouvement de hausse. »

Les disponibilités s'emploient en spéculation sur les valeurs mobilières (qu'elles élèvent souvent à un taux hors de proportion avec la valeur de l'entreprise) et sur les titres à revenu fixe.

Les rentes françaises sont de plus en plus recherchées. Les assurances données par le Président du Conseil, concernant le respect des engagements de l'Etat vis-à-vis des

porteurs de rente, les déclarations dans le même sens de M. Chéron, rapporteur général du budget, sont d'ailleurs propres à donner confiance aux acheteurs de fonds d'Etat. La diminution du taux de l'escompte, amenant un abaissement général du loyer de l'argent, fait apparaître un taux de capitalisation extrêmement élevé, le 6 % se négociant à 67,10 se capitalise ainsi à plus de 8,90 % net.

D'autre part, si l'on compare le revenu moyen des Bons de la Défense nationale, on voit que les rentes donnent dans plusieurs cas, près de 2 % d'intérêt de plus que les Bons.

Voici les cours enregistrés à un an d'intervalle par les divers types de rentes françaises :

	23 juillet 1926	21 juillet 1927	Différence en plus
3 %.....	49,05	56,30	7,05
3 % amort.....	60,05	69 »	9,05
3 1/2 amort.....	86,35	93 »	6,85
4 % 1917.....	44,20	62 »	17,80
4 % 1918.....	43,75	61 »	17,25
5 % 1915-16.....	50,90	77,40	26,50
5 % 1920 amort....	64,25	88,50	24,25
6 % 1920.....	60,20	88,95	28,75

Dès lors, des phénomènes nouveaux vont se produire, en dépit de l'abondance, de la pléthore des capitaux (due aux rapatriements et à l'afflux des capitaux étrangers spéculatifs) le taux de l'argent restera très élevé sur le marché à long terme (12 %), tandis que nous l'avons vu, le taux de l'argent à court terme ne cesse de diminuer 3 et 3 1/2 % (1).

(1) A partir du 1^{er} août, le taux de l'intérêt servi aux fonds déposés en compte-courant à la baisse centrale du Trésor est fixé à 1,5 %.

L'Etat, d'une part, a tenté de rétablir l'équilibre par des abaissements successifs du taux de l'intérêt des Bons de la Défense nationale, puis la suppression des Bons d'une durée inférieure à un an, et par un emprunt de conversion et la Banque, d'autre part, impuissante par la seule action du taux de l'escompte a tenté de régulariser le mouvement des capitaux par des achats d'or.

Ces mesures n'ont pas encore porté leur effet. En réalité, deux graves problèmes pèsent encore sur les destinées de l'épargne : l'incertitude sur la politique monétaire et l'incertitude sur l'avenir politique. Les faiblesses du gouvernement vis-à-vis des communistes par exemple, ont à un certain moment ralenti le mouvement de hausse des fonds d'Etat. L'appât des gains immédiats n'a pas encore disparu.

C'est ce que M. Sergent, président de la Banque de l'Union parisienne, constatait à l'Assemblée générale du 8 avril 1927 : « Par suite de la crise inévitable que devait entraîner l'arrêt salutaire intervenu dans la chute du franc, le commerce et l'industrie ont vu décroître d'une manière très sensible leurs besoins d'argent.

En même temps, le retour de la confiance dans une bonne gestion des finances publiques, a provoqué l'importation en France, de capitaux considérables. L'étranger, après avoir forcé la revalorisation du franc, a multiplié ses offres d'investissements à longue durée dont, malgré certaines influences, un grand nombre ont été acceptées pour des montants élevés. Il escompte maintenant les effets sur les cours de nos valeurs d'une stabilisation qu'il croit prochaine et achète spéculativement les actions de toutes nos grandes affaires. A la suite des capitaux étrangers, les

capitaux français expatriés ou laissés en dehors sont revenus en masse.

L'afflux des capitaux a été tel que le loyer de l'argent à court terme s'est rapidement abaissé. Le taux officiel de l'escompte à la Banque de France, n'est plus que de 5 1/2 % (1) en fait, l'on pratique couramment pour le beau papier, le taux de 3 et 3 1/4 %.

Cependant, les crédits et les prêts à long terme restent très chers, les derniers placements de bonnes obligations se sont effectués au taux de 11 à 12 % pour l'emprunteur. On le comprend. Les Banques et le public ne peuvent avoir oublié l'affrètement continu que subissaient leurs créances, il y a quelques mois à peine. »

M. Paul Boyer, président du Comptoir national d'Escompte exprimait la même opinion à l'Assemblée générale du 12 avril 1927 : « Pendant le premier semestre, l'épargne a manifesté une hésitation et une réserve croissantes. Il en est résulté une hausse continuelle du loyer de l'argent qui a atteint au milieu de l'été un niveau à peu près sans précédent.

Les inquiétudes mêmes éprouvées par le public ont entraîné des changements considérables, dans la composition des portefeuilles. Ainsi, animées, dès le début de 1926, les transactions en bourse ont-elles atteint en juillet et août un volume inusité. Des capitaux, cédant à l'impulsion des changes, se sont principalement portés sur les titres internationaux pour les délaissier dès les premiers symptômes de l'amélioration du franc et contribuer au remarquable rétablissement des obligations et fonds d'Etat français. Dans leur ensemble, les valeurs à revenu

(1) On sait qu'il a été ramené depuis à 5 %.

variable, se retrouvent elles-mêmes à un niveau supérieur à celui de l'année précédente. »

Il devient cependant nécessaire de faire refluer les capitaux vers leur destination naturelle, qui est celle des placements à longue échéance. Le commerce et l'industrie, dont la crise monétaire a considérablement amenuisé les fonds de roulement auraient besoin de placer des obligations sur le marché ou de procéder à des augmentations de capital.

L'abrogation de la loi interdisant l'exportation des capitaux aura-t-elle d'heureux effets ? En supprimant la liberté d'acheter du papier sur l'étranger, ne s'oppose-t-on pas au rétablissement de cet équilibre, à la régularisation du marché des changes ? M. Sergent, président de la Banque de l'Union parisienne à l'Assemblée générale du 8 avril, affirmait, en effet, que la persistance du taux élevé des prêts à long terme était due au maintien de cette loi. Sa suspension déterminerait, dit-il, une augmentation du revenu des capitaux à court terme, d'origine indigène et d'autre part, une diminution, due aux investissements étrangers, du loyer des prêts à long terme.

Le début de la seconde moitié de l'année 1927 semble amener une reprise des souscriptions de l'épargne aux obligations industrielles. La différence de rendement des actions dont les dividendes sont amputés dans des proportions considérables par le fisc et des obligations n'est pas étrangère à ce mouvement, en dépit de la baisse relativement importante du taux d'intérêt offert. Les mois prochains permettront de juger si cette situation est définitive et correspond bien aux conditions du marché.

Les perspectives de revalorisation monétaire avaient

maintenu hésitants les capitaux ; la longue période de stabilité de fait, semble les faire sortir de leur réserve ; mais ils s'emploient encore en achats de valeurs dont le prix actuel peut laisser espérer un mouvement de rajustement au niveau des valeurs internationales.

Voici, depuis le début de l'année 1927, la décomposition en actions et obligations, en millions de francs :

	Actions	Obligations	Total
Janvier	223	201,2	426,2
Février	232,4	18,7	251,1
Mars	458,5	182,1	640,6
Avril	318,5	121	439,5
Mai	570,5	771,6	1.342,1
Juin	381,2	207,7	588,9
Juillet	219,1	296,5 (1)	515,6
Août	182,9	142,5	325,4
Septembre	172,2	226,8	399

Le taux d'intérêt (sans tenir compte des durées et des conditions d'amortissement), s'est abaissé de 9,20 % en janvier, à 8,75 % en mars, à 8,05 % en avril, 7,55 % en mai, 7,6 % en juin ; en 1926, il atteignait au plus haut 10,30 % (février) et au plus bas 8,85 % (mai). Le taux, il est vrai, s'est relevé en août à 7,70 % et en septembre à 7,75 %. La situation demeure donc encore défavorable, quoiqu'elle soit infiniment meilleure qu'en 1926.

Les moyennes mensuelles d'émission de 1922 à 1926 sont les suivantes en millions de francs :

(1) Dont 130 millions d'emprunts des régions sinistrées.

	Actions'	Obligations	Total
1922	105,4	214,7	320,1
1923	178	223	401
1924	300,5	103,3	403,8
1925	225,98	99,05	325,03
1926	252,8	160	412,8

Le Bulletin quotidien de la S. E. I. E. qui commente et compare ces résultats (1) fait remarquer avec raison que si les chiffres actuels sont encore supérieurs à ceux des moyennes mensuelles ci-dessus, et s'ils marquent l'avantage remporté par les valeurs à revenu fixe sur les valeurs à revenu variable « il s'avère cependant de plus en plus que la situation monétaire cause de grandes difficultés aux sociétés et que l'incertitude qu'a l'épargnant quant à la valeur des différents postes des bilans de ces sociétés, se traduit par une indécision générale ayant pour conséquence un arrêt des transactions boursières et la continuation de cette anomalie à première vue : bon marché de l'argent à court terme et cherté de l'argent à échéance éloignée ».

Il s'avère également, et c'est là une opinion des professionnels du marché, que la fiscalité excessive paralyse les initiatives et prolonge le *statu quo*.

Les charges fiscales ont, incontestablement eu pour effet de restreindre l'épargne et les facilités du marché. Il est hors de doute que le régime appliqué aux valeurs mobilières contient des erreurs et des abus. Le seul impôt sur les valeurs mobilières dont le taux est de 18 % a rap-

(1) *Bulletin Quotidien*, 16 août 1927, N° 184.

porté au Trésor pour les quatre premiers mois de 1927, 1.336.265.000 francs. Les prélèvements dépassent parfois le montant du coupon (1).

Comment le bon sens n'est-il pas révolté devant des statistiques de ce genre :

TITRES	Montant du coupon	Impôts perçus	Coupon payé	Prélèvement fiscal (%)
<i>Obligations</i>				
Est-Lumière 4 1/2 %....	11,25	4,08	7,17	36,3
Forges et aciéries de la marine	10	3,73	6,27	37,3
Ville de Paris 1865 4 %..	10	4,35	5,65	43,5
Crédit foncier communal 1879, 2,60 %, cinquième.	2,60	1,222	1,378	47
<i>Actions</i>				
Suez	367,50	129,37	238,13	35,2
Le Nickel.....	45	44	1	97,7
Kali Sainte-Thérèse.....	75,60	75,60	0	100
Parisienne électrique, parts.	20,80	24,70	0	120

Si les entreprises éprouvent des difficultés considérables pour obtenir des épargnants les fonds qui leur sont nécessaires pour se développer et affronter la concurrence internationale, une des raisons essentielles se trouve précisément dans ces exagérations.

Le rapport du Comité central des Houillères a établi

(1) M. de Chappedelaine a établi, dans son rapport général du budget de 1928, des tableaux indiquant l'importance du prélèvement fiscal sur les coupons des titres au porteur : obligations, actions, parts et actions de jouissance; ces tableaux sont significatifs (Rapport, N° 4870; page LXVIII et s.).

la situation des grandes entreprises charbonnières : de 1923 à 1926, le dividende net touché par les actionnaires a été multiplié par 2,42 tandis que le salaire était multiplié par l'indice 6,8 et les impôts sur les dividendes et la redevance proportionnelle des mines par 10,85.

« La rémunération du capital calculée en or a été diminuée de moitié, la rémunération ouvrière a été majorée d'un tiers et la participation de l'Etat a été doublée. »

Le taux de transmission des valeurs mobilières est passé de 0,50 à 0,60 % le 30 juin 1923, puis à 0,84 le 12 juillet 1925, il fut réduit à 0,50 par la loi du 3 août 1926, mais en revanche, l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières a été élevé, par cette même loi de 12 à 18 %.

Il y a là un véritable danger pour le développement économique de la nation. L'Etat doit s'acheminer dans une politique moins arbitraire s'il veut rétablir l'équilibre sur le marché des capitaux, faciliter l'appel des entreprises à l'épargne et encourager la reconstitution de celle-ci.

Le problème de l'abondance ou de la rareté des capitaux ne peut donc plus être étudié avec la précision que permet une situation économique normale. Y aurait-il eu véritablement abondance de capitaux qu'on aurait, néanmoins, assisté aux importants mouvements de retraits de fonds, aux difficultés de placements nouveaux, à la fois, pour l'Etat et pour les entreprises ; c'est qu'en effet, en période de crise de confiance, de crises ministérielles, de hausse des prix, les détenteurs de capitaux préfèrent, aux perspectives les plus avantageuse, la libre disposition de leur avoir. C'est dans les phénomènes psychologiques, qui dépassent tous les facteurs techniques que se trouve l'explication du marché durant ces dernières années et du peu d'influence du taux de l'intérêt sur l'offre des capitaux.

CHAPITRE II

L'inflation, les prix et le change

L'abondance du numéraire n'a pas d'influence directe sur le taux de l'intérêt. — La diminution des patrimoines. — Les mouvements des prix et le taux de l'intérêt. — Les mouvements des changes. — Parallélisme de ces mouvements. — La stabilité des prix et des changes en 1927.

L'abondance du numéraire pourrait faire croire à une baisse du taux de l'intérêt. Il y a là une erreur certaine ; la circulation, en 1914, n'excédait pas 12 milliards de francs et le taux de l'intérêt était de 4 % ; en 1926, la circulation atteignait 57 milliards et le taux de l'intérêt était de 10 à 12 %. En valeur or la circulation est à peu près la même qu'avant la guerre, le taux de l'intérêt a cepen-

dant subi une hausse constante due à bien d'autres causes qu'à l'abondance monétaire. La monnaie, d'ailleurs, agissant à la fois sur l'offre et sur la demande, ne saurait avoir d'influence déterminante sur le taux de l'intérêt. Si cette influence se produit, elle sera due à des phénomènes accidentels, par exemple, à la fin d'une crise de thésaurisation, et ne sera pas de longue durée.

Mais l'inflation a eu une influence désastreuse sur le portefeuille des épargnants par la dépréciation monétaire qu'elle a entraînée : cause et conséquence de la hausse des prix elle a, tout d'abord, amené la dépréciation des valeurs à revenu fixe. L'incertitude qu'elle provoque a augmenté, d'autre part, la prime d'assurance qui, en période d'instabilité monétaire, constitue une partie essentielle du taux de l'intérêt.

Le Comité des Experts a établi des tableaux significatifs qui se passent de commentaires et que nous reproduisons plus loin.

Le même rapport a établi qu'une fortune mobilière de 200.000 francs placée avant la guerre en valeurs qui pouvaient être considérées en 1913, comme des valeurs types des meilleurs titres français avait perdu du fait de la dépréciation monétaire 89 % de sa valeur.

Il n'est pas besoin d'insister sur les conséquences sociales de cette répartition nouvelle de la richesse en France : la classe des épargnants a été considérablement atteinte, tandis que des fortunes nouvelles ont pu s'édifier rapidement. Il serait vain, d'ailleurs, d'opposer la classe productive de la nation à celle des rentiers, les deux, dans notre pays particulièrement, coopérant intimement à la prospérité économique.

Sur les entreprises, l'inflation a également eu une influence déprimante par l'élévation du taux de l'intérêt qu'elle a entraîné, précisément au moment où elle nécessitait un accroissement des fonds de roulement. Les appels des Sociétés françaises ont été rendus de plus en plus difficiles d'autant plus que l'Etat venait très sérieusement les concurrencer sur le marché.

En outre, l'instabilité monétaire incitait les possesseurs de disponibilités à ne les engager qu'à très court terme, à rechercher comme un avantage essentiel, primant encore le taux d'intérêt offert, la liquidité absolue de leurs placements. Or, les entreprises avaient de plus en plus besoin d'emprunter à long terme et la méfiance des capitalistes pour ce genre de placements venait encore ajouter aux difficultés que leur imposait un taux d'intérêt très onéreux.

C'est ainsi que le montant des émissions autres que celles de l'Etat est passé, de 4.017 millions en 1913 à 7.126 en 1919, 15.254 en 1920, 12.534 en 1921, 7.389 en 1922, 9.981 en 1923, 11.344 en 1924, 7.552 en 1925, 9.182 en 1926.

Le taux d'intérêt s'est élevé de 6,14 en 1922 à 6,33 en 1923, 6,77 en 1924, 7,67 en 1925, 9,45 % en 1926.

Cette progression du taux de l'intérêt et ce resserrement du marché posent des problèmes très graves pour le développement économique de notre pays et rendent de plus en plus urgente une solution monétaire qui supprime pour l'épargnant, la crainte du lendemain et, pour l'industriel l'incertitude sur l'avenir économique et financier.

La stabilité de fait observée depuis 1927 n'a pas résolu

cette grave question. Le taux d'intérêt à long terme est toujours très élevé. Il convient d'observer que l'arrêt de l'inflation a, en tout cas, limité la course aux taux d'intérêt prodigieux qu'ont connue des pays comme l'Allemagne, livrés à l'inflation systématique et que, déjà, un mouvement dans le sens de la baisse semble s'accuser.

Le parallélisme des variations du change et du taux de l'intérêt, de 1921 à 1925 ressort nettement de la courbe que nous avons établie et que nous donnons à la fin de cet ouvrage.

Le tableau que nous donnons à la page suivante établit la comparaison pour deux années typiques, les années 1925 et 1926, entre les variations des prix, celles des changes et celles du taux de l'intérêt.

Jusqu'au milieu de l'année 1926, le taux s'élève dans des proportions moindres, il est vrai, que les changes, mais il ne baisse pas aussi vite qu'eux.

Il est, en tout cas, incontestable que le plafond du taux de l'intérêt a coïncidé avec le début de la baisse accélérée du change français.

La revalorisation monétaire n'a pas amené l'amélioration du taux de l'intérêt à long terme qu'on en pouvait attendre pour plusieurs raisons que nous avons déjà eu l'occasion d'énoncer.

Les unes tiennent aux circonstances économiques, les autres à des phénomènes psychologiques. Les prêteurs demeurent exigeants parce qu'ils incorporent dans le prix du loyer de l'argent des éléments qui ont très largement contrebalancé la revalorisation du franc. Ils doivent tenir compte des surcharges fiscales, du maintien d'un niveau élevé des prix et — c'est là un élément d'appréciation important — du résultat de la prochaine consultation électorale.

*Le taux de l'intérêt des Bons et Obligations industriels,
les prix et les changes (1925-1926)*

	Indice des prix de gros (1)	Cours du dollar	Taux de l'intérêt (2)
1925			
Janvier.	525	18,54	8,30
Février.	526	18,93	8,05
Mars.	524	18,20	8,45
Avril.	523	19,26	8,35
Mai.	531	19,38	8,10
Juin.	554	20,98	8,20
Juillet.	569	21,30	8,45
Août.	569	21,32	8,10
Septembre.	567	21,22	8,60
Octobre.	584	22,55	8,85
Novembre.	618	25,31	8,85
Décembre.	646	26,75	8,20
1926			
Janvier.	647	26,61	10,20
Février.	649	27,23	10,30
Mars.	645	27,95	9,05
Avril.	664	29,56	9,80
Mai.	702	31,91	8,85
Juin.	754	34,12	9,80
Juillet.	854	40,96	10,10
Août.	785	35,32	(3)
Septembre.	804	35,05	9,75
Octobre.	768	34,14	9,30
Novembre.	698	29,12	9,85
Décembre.	640	25,32	9,15

(1) Etablis par la S. G. D. F. à base 100 en 1914.

(2) Chiffres établis par le S. G. D. F. compte tenu des conditions d'amortissement.

(3) Il n'y a pas eu assez d'émission en août pour établir une moyenne significative.

Voici la comparaison entre le mouvement des prix de gros et les variations du taux de l'intérêt pour les huit premiers mois de 1927, le cours du change demeurant fixe à 124,02.

MOIS	Indice des prix de gros	Taux de l'intérêt
Janvier	635	9,20
Février	645	»
Mars	655	8,75
Avril	650	8,05
Mai	642	7,55
Juin	636	7,60
Juillet	633	7,60
Août	631	7,70
Septembre	613	7,75

Pendant la première partie de l'année le taux de l'intérêt suit assez sensiblement la diminution des prix de gros ; depuis le mois de juin, et alors que cette baisse s'accroît, il se relève sans atteindre cependant le niveau du mois de novembre 1925 où les indices des prix et le cours du change étaient sensiblement les mêmes.

A cette époque, en effet, l'inquiétude allait grandissant, l'ampleur prise par le mouvement d'exportation des capitaux provoquait le resserrement du marché financier et accentuait la hausse du taux de l'intérêt.

Il est vraisemblable que dans l'avenir, si la situation monétaire ne subit pas de nouvelles secousses nous assisterons à des taux plus normaux d'intérêt.

TROIS VALEURS FRANÇAISES

Cours de la Bourse de Paris - Cours moyen annuel

(Moyenne entre le plus haut et le plus bas cours)

ANNEES	RENTE FRANÇAISE 3 %		ACTIONS CHEMINS DE FER DU NORD		OBLIGATIONS 3 % P.-L.-M. Fusion ancienne	
	Cours moyen	En Fr.-or	Cours moyen	En Fr.-or	Cours moyen	En Fr.-or
	fr. c.	fr. c.	fr. c.	fr. c.	fr. c.	fr. c.
1913	87,12	87,12	1.677,50	1.677,50	405,24	405,24
1914	79,37	79,37	1.515,00	1.515,00	399,78	399,78
1915	68,77	63,13	1.287,50	1.182,00	354,10	325,00
1916	62,48	54,92	1.305,00	1.147,00	332,98	292,70
1917	60,42	58,00	1.262,50	1.208,00	325,65	311,00
1918	60,47	56,11	1.283,50	1.191,00	336,75	312,00
1919	62,25	43,32	1.122,50	781,00	314,70	219,00
1920	56,57	20,13	1.001,50	356,30	290,03	103,24
1921	56,57	22,06	911,00	355,20	274,65	106,80
1922	59,10	24,70	1.117,00	466,90	298,62	124,50
1923	55,07	16,90	1.406,00	431,60	305,98	93,90
1924	53,50	14,34	1.157,50	310,00	267,04	71,55
1925	47,15	11,30	970,00	236,60	210,50	51,24
1926	47,20	6,88	1.126,00	164,28	210,00	30,64
(1)						

(1) Cours du 30 juin.

TROIS VALEURS ÉTRANGÈRES

Cours à la Bourse de Paris - Cours moyen annuel

(Moyenne entre le plus haut et le plus bas cours)

ANNEES	CONSOLIDES ANGLAIS 2 1/2 % 1888		DETTE D'EGYPTE UNIFIEE		TURC 4 % UNIFIE	
	fr. c.	fr. c.	fr. c.	fr. c.	fr. c.	fr. c.
1913	73,40	73,40	100,20	100,20	85,50	85,50
1914	73,25	73,25	93,25	93,25	70,00	70,00
1915	69,00	63,34	89,35	82,02	58,50	53,70
1916	63,10	55,46	84,50	74,27	62,50	54,94
1917	59,50	56,94	93,75	89,70	61,50	58,85
1918	61,10	56,70	96,00	89,10	67,50	62,64
1919	73,00	50,81	106,50	73,77	69,30	48,23
1920	100,75	35,86	158,75	56,25	78,50	27,94
1921	98,45	38,39	130,40	50,85	52,80	20,59
1922	131,50	54,97	163,60	68,38	60,00	25,08
1923	167,10	51,30	215,25	66,00	62,00	19,03
1924	207,00	55,47	271,00	72,63	58,50	15,678
1925	263,15	64,21	371,75	90,52	72,50	17,69
1926	423,00	61,71	555,00	80,97	105,00	15,32
(1)						

(1) Cours au 30 juin.

Dépréciation de la valeur de la rente française 3 % et des actions de quelques sociétés française

DESIGNATION	COURS EN BOURSE				VALEUR EN MONNAIE OR				Valeur or au 30 juin 1926 en % de la valeur or 1913
	Moyenne entre les cours extrêmes			Cours 30 juin 1926					
	1913	1919	1925						
					1913	1919	1925	30 juin 1926	
Rente française 3 %.....	87 12	62 25	47 15	47 20	87 12	43 31	11 50	6 88	7 89
Banque de France.....	4.665	5.685	10.050	12.400	4.665	3.955	2.452	1.809	38 77
Comptoir national d'Escompte (1).....	1.043 50	953	892 50	900	1.043 50	663	217 50	131	12 55
Compagnie générale transatlantique.....	179	449	137 50	175	179	312	33 50	25 50	14 24
Thomson-Houston.....	761	856	386 50	370	761	595 50	94 50	54	7 10
Châtillon-Commentry (1).....	2.122 50	3.445	1.375	1.450	2.122 50	2.396	335	212	40
Bruay.....	1.646	2.180	2.760	3.000	1.646	1.517	673	438	26 60
Nord.....	1.677 50	1.122 50	970	1.125	1.677 50	780 50	237	464	9 77

(1) Ont procédé à des augmentations de capital à des taux assez voisins des cours alors cotés en Bourse sur les actions anciennes. Il n'en a pas été tenu compte, la souscription exprimée en or aurait donné lieu à une perte supplémentaire.

CHAPITRE III

Les emprunts d'Etat

Problèmes soulevés par le taux de l'intérêt. — Modalités des émissions. — L'intérêt normal. — La pratique, pendant et après la guerre. — La politique d'argent cher. — Inconvénients présentés pour les finances publiques par la hausse du taux de l'intérêt.

L'Etat a été contraint par les nécessités de la défense nationale, de faire un appel considérable à l'épargne. Il a dû dans ce but, accorder des conditions de plus en plus avantageuses, au fur et à mesure que les circonstances devenaient moins favorables, soit par suite de la hausse du prix de la vie, soit par suite de la saturation du marché. Il s'imposait ainsi comme un concurrent redoutable pour l'entreprise privée et sa politique, en matière d'intérêt, devait lourdement peser sur l'économie générale.

En outre, l'élévation progressive des taux d'intérêt a, pour contre partie, la dépréciation des titres antérieure-

ment émis. La politique de l'Etat en cette matière, pose donc de graves problèmes, à la fois pour l'Etat lui-même et pour les particuliers par les répercussions qu'elle entraîne sur le marché financier.

Le taux de l'intérêt d'un titre est déterminé par diverses modalités : tantôt il est le seul avantage du titre ; il est réel, par exemple : 5 % au pair, tantôt il se combine à d'autres avantages, tels que la prime de remboursement, les lots, l'immunité fiscale, l'engagement pris par l'Etat de ne pas convertir avant une date déterminée.

On doit donc toujours distinguer le taux d'intérêt réel, du taux d'intérêt nominal. Très rares ont été, en France, les emprunts dont le taux annoncé correspondait au taux effectif :

ANNEES	Taux nominal	Taux effectif
1915	5 %	5,73 %
1916	5 %	5,71 %
1917	4 %	5,83 %
1918	4 %	5,68 %
1919	5 % amort.	5,75 %
1920	6 %	6 %

C'est qu'en effet, la presque totalité des emprunts a été émise au-dessous du pair : en 1915 à 87 fr. 25, en 1916 à 88 fr. 75, en 1917 à 68 fr. 60, en 1918 à 70 fr. 80, en 1920 l'emprunt fut émis au pair, mais avec une prime de remboursement de 50 francs. Le seul qui ait été émis au pair fut le 6 % 1920, remboursable en totalité ou par séries, à partir du 1^{er} janvier 1931. Les Bons du Trésor à 3 ans 6 % ont été émis en 1922 à 497 fr. 50 et les bons à 5 ans, avec prime de remboursement de 7 fr. 50 (507,50).

Les emprunts du Crédit national ont été émis assez loin du pair, avec primes de remboursement et lots. Voici le taux réel et le taux nominal de ces emprunts :

	Taux nominal	Taux réel
1919 arrêté du 21 novembre 1919.....	5	5,50
1920 arrêté du 20 mai 1920.....	5	5,81
1921 arrêté du 24 septembre 1921.....	6	6,52
1922 arrêté du 12 janvier 1922.....	6	6,67
1922 arrêté du 12 janvier 1922.....	6	6,72
1922 arrêté du 12 janvier 1922.....	6	6,76
1922 arrêté du 10 juin 1922.....	6	6,21
1922 arrêté du 10 juin 1922.....	6	6,30
1922 arrêté du 10 juin 1922.....	6	6,30
1922 arrêté du 10 juin 1922.....	6	6,31
1923 arrêté du 6 janvier 1923.....	6	6,48
1923 arrêté du 9 juin 1923.....	6	6,71
1924 arrêté du 31 décembre 1923.....	6	6,99

Il n'entre pas dans l'objet de cette étude de considérer les caractères proprement techniques de ces emprunts. Nous devons dégager les conséquences de la politique suivie par l'Etat en matière de taux de l'intérêt et les conclusions qu'elle nous suggère.

Pour l'Etat lui-même, tout d'abord, quels furent les mobiles, les avantages et les inconvénients de la politique inaugurée au début de la guerre ? Pourquoi s'est-il résolument engagé dans une politique d'argent cher ? M. Gaston Jèze indique que ce fut la conséquence d'une faute commise par le ministre des Finances d'alors, M. Ribot, qui, créant en septembre 1914, les Bons de la Défense nationale, voulut en assurer le succès en offrant 5 % d'intérêt payé d'avance

pour des prêts à très courte échéance. « Cet emprunt, qui étonna tout le monde par son exagération, influa sur les emprunts ultérieurs. »

Un autre motif s'ajoute à celui-là : en dépit du patriotisme des souscripteurs, le taux de l'intérêt devait être fatalement influencé par l'état des opérations militaires. « En 1915, fait remarquer M. Germain-Martin (1) l'Allemagne gagnait du terrain à l'est, à l'ouest et grâce aux avances des Autrichiens en Europe Centrale. Il y avait pour elle des conditions particulièrement favorables d'émissions d'emprunts à long terme. Au contraire, l'Etat français éprouvait les plus grandes difficultés du fait de la stabilisation des fronts, des échecs de nos alliés et surtout de la menace qui se produisait contre nos lignes. »

Comme la nécessité immédiate de vaincre l'emportait sur les difficultés ultérieures, l'Etat n'hésitait pas, pour assurer le succès de ses emprunts, à accorder des taux d'intérêt élevés. L'accroissement des sommes inscrites au budget pour le service de la Dette publique devait, par la suite, lourdement peser sur notre situation financière.

Sur l'économie générale du pays, l'intérêt élevé a également de sérieuses répercussions. Tout d'abord, le service de la Dette exige de nouveaux impôts, qui ne sont pas forcément payés par ceux qui reçoivent les intérêts. Avec le système fiscal actuel, en effet, il est bien évident qu'on ne se trouve pas en présence d'un circuit parfait, d'une « sorte de va-et-vient continuel entre l'Etat et les particuliers, les billets de banque sortant de la Caisse de l'Etat pour se répartir sous la forme de paiements d'arrérages de rente,

(1) *Les Finances publiques de la France et la fortune privée* (1914-1925), p. 165.

puis y revenant, lors du paiement des impôts (1). » Il résulte donc une aggravation des charges fiscales pour certains contribuables et, notamment, pour les combattants qui, retour de la guerre, trouveront leurs patrimoines réduits et leurs impôts accrus. « Cette inégalité, dit M. Gaston Jèze (2), est une injustice criante, une cause de troubles sociaux. »

Un autre effet de l'élévation du taux de l'intérêt est de déprécier les valeurs de Bourse, en particulier les fonds d'Etat, causant ainsi préjudice, non seulement aux porteurs de ces titres, non seulement aux sociétés ou entreprises privées, mais encore au crédit public.

Le système de la discrimination des souscripteurs permet-il d'éviter des inconvénients sociaux ? L'Angleterre, par exemple, a exonéré d'impôts les petites coupures lorsque la preuve sera faite que les porteurs ne paient pas un impôt sur le revenu supérieur à une certaine somme. Mais comment suivre, dans le temps, l'évolution de la situation de fortune ?

Il semble, d'ailleurs, que les Etats ont comme une honte à avouer qu'ils servent un intérêt élevé ; c'est pour eux l'indice d'un affaiblissement du crédit. Ils préfèrent avoir recours au subterfuge des émissions au-dessous du pair qui ont pour lui de graves inconvénients : en dehors de la charge financière très lourde qui paralyse l'amortissement elles retardent les opérations de conversion. Enfin, pour M. Gaston Jèze, le mobile déterminant qui doit les faire écarter est qu'elles opèrent une répartition inéquitable des charges publiques entre les générations successives.

(1) Germain Martin, *op. cit.*, p. 166.

(2) *Cours de science des Finances*, 1923, p. 51.

Quelle doit donc être la solution ? M. Gaston Jèze l'a exposée avec précision (1), c'est le taux normal d'intérêt sur le marché financier. Cette solution, dit cet auteur est « la plus logique, la plus équitable et la plus sûre ».

« La plus logique : l'argent est une marchandise : il est logique de payer cette marchandise au cours du marché ; d'ailleurs, autant que possible, l'Etat devra en temps de guerre ou de crise, empêcher, pour l'argent comme pour les autres marchandises, la spéculation.

« La plus équitable : l'argent étant une marchandise, il n'y a pas de raison pour demander ou infliger aux propriétaires de capitaux disponibles un sacrifice que l'on n'impose pas aux propriétaires d'autres richesses.

« La plus sûre : l'argent raisonnablement rémunéré viendra en abondance dans les caisses du Trésor. »

Le taux normal de l'intérêt sera, d'ailleurs, assez délicat à déterminer, les personnes dont le ministre devra prendre conseil, banquiers, hommes d'affaires, ayant souvent plus en vue leurs intérêts personnels que celui de l'Etat. « Les banquiers, dit M. Paul Leroy-Beaulieu (2), sont précisément les hommes qui, pour la conduite des finances publiques, méritent le moins de confiance. Ils sont à la fois remplis de préjugés professionnels et n'ont en vue que leurs intérêts particuliers. »

Faut-il rechercher ce taux normal dans le rapport entre capitaux fixes et capitaux circulants ? M. Germain-Mar-

(1) *Cours de science des Finances* 1923, p. 55.

(2) *Science des Finances*, 6^e édit., II, p. 354.

tin (1) constate que cette influence n'est pas niable, mais que d'autres éléments, psychologiques ceux-là, interviennent : « Un prêteur — et c'est sagesse de sa part — avant de se démunir de ses fonds, appréciera jusqu'à quel point l'Etat est à même de faire face, dans l'avenir, au service des arrérages et, si l'on est en présence d'un emprunt amortissable, au service des amortissements futurs. »

La hausse du taux de l'intérêt présente pour les finances publiques trois grands inconvénients. Elle rend plus lourde la charge des arrérages, retarde les opérations de conversion et diminue le rendement des impôts établis sur la valeur vénale des choses.

Le budget de 1927 comprenait au titre de la dette consolidée et de la dette remboursable à terme ou par annuités, une somme totale de 15.533.523.541 francs.

Le budget de 1928 réduit la charge de ses arrérages à 13.559.514.438 francs, soit une diminution globale de 1.974.009.103 francs.

Le résultat est dû, en partie, à la politique d'abaissement du taux d'intérêt suivie par la Caisse autonome.

Les opérations de conversion, nous l'avons vu, ne sont possibles que dans une période de baisse du taux de l'intérêt.

Enfin certains rendements fiscaux eux-mêmes souffrent d'une hausse du taux de l'intérêt, lorsqu'ils dépendent de taxes établies sur la valeur vénale des biens : droits de transmissions sur les valeurs mobilières et les immeubles, droits de succession.

Voici par exemple, d'après le rapport des experts les variations de l'annuité successorale :

(1) *Op. cit.*, p. 169

En millions de francs

1902	4.937
1907	5.480
1912	5.547
1913	5.532
1920	6.245
1921	5.486
1922	6.173
1923	6.405
1924	9.460

L'annuité successorale, en 1924, n'avait pas doublé par rapport à la période d'avant-guerre et alors qu'elle était évaluée en francs-or.

La fortune mobilière a, sans doute, augmenté en valeur nominale du montant des emprunts de l'Etat et de la plus-value de certaines valeurs étrangères, mais, elle a diminué considérablement par suite de la dépréciation des valeurs françaises à revenu fixe dont la hausse du taux de l'intérêt est en partie responsable.

Le patrimoine foncier a été également touché par la hausse du taux de l'intérêt : un immeuble, qui, avant la guerre, lorsque le taux de l'intérêt était de 3 % rapportait 12.000 francs net, avait une valeur vénale de 400.000 francs ; avec un taux d'intérêt de 6 %, il n'a plus qu'une valeur vénale de 200.000 francs.

Le Comité des experts signale qu'une enquête effectuée au début de l'année 1926 a révélé que l'augmentation des prix d'adjudication d'immeubles à Paris, pour la période 1920-1925, était, par rapport aux prix d'avant-guerre de 74 %.

M. Pierre Caziot a établi (1) que 25 immeubles du 10^e arrondissement de Paris, achetés avant la guerre 10 millions n'ont été revendus que 13 millions. Il a, d'autre part, comparé la valeur d'avant-guerre et d'après-guerre de 693 immeubles bâtis adjugés du 1^{er} janvier 1920 au 12 janvier 1924. Payés 181.258.263 francs, ils n'ont été revendus que 258.248.144 francs. La plus-value qui ressort à 42 % environ est loin d'avoir compensé la perte subie du fait de la dépréciation monétaire et de la hausse du taux de l'intérêt.

Le premier emprunt en rentes perpétuelles fut émis en deux tranches : la première au cours de 87 fr. 25 en décembre 1915, soit avec un taux réel, de 5,73 % ; la seconde au cours de 87 fr. 50 au taux réel de 5,71 %, en 1916.

Les emprunts de 1917 et de 1918 sont du type de 4 % mais en raison de l'émission au-dessous du pair (68,60 % et 70,80), le taux réel d'intérêt ressortait, pour le premier, à 5,83 et pour le second à 5,68.

Deux emprunts furent émis en 1920, l'un en titres amortissables en 60 ans, au taux nominal de 5 %, mais avec une prime considérable de remboursement (150 francs pour 100 francs). C'était continuer selon l'expression de M. Germain-Martin « la pratique du camouflage des emprunts émis au-dessous du pair ». En tenant compte de la prime de remboursement, le taux de l'intérêt effectif était de 5,75 %. En outre, cet emprunt présentait le grave défaut d'imposer un amortissement régulier dans des conditions extrêmement difficiles pour l'Etat qui, ne pouvant plus emprunter à long terme, est contraint d'aggraver la situation de la Dette flottante.

(1) *Journée Industrielle*, articles publiés les 9, 11, 15 et 18 novembre 1924.

Le deuxième emprunt de 1920, fut émis au pair, en rentes perpétuelles, au taux de 6 % avec faculté, pour les porteurs de rente 5 %, 4 % et 5 % amortissable, de convertir, à certaines conditions, leurs titres en titres 6 % du nouvel emprunt, jusqu'à concurrence de la moitié de leur souscription.

Nous avons vu que, parallèlement à ces emprunts, avaient lieu les émissions du Crédit national, à des taux d'intérêt réel de plus en plus élevés.

L'emprunt émis en novembre 1924, consistait en Bons du Trésor à 5 % à 10 ans, émis à 500 francs au pair, remboursable à 750. Les souscriptions ne dépassèrent pas 4.912 millions sur lesquels 900 millions seulement représentaient de l'argent frais ; le reste consistait en 4 millions de Bons de la Défense ne donnant qu'un intérêt de 3 à 5 %, alors que les bons nouveaux donnaient un taux réel de 8,62 %.

Le ministre des Finances s'opposa à un taux aussi élevé et, voulant, dit-il, rentrer dans les types ordinaires des emprunts d'Etat, 4, 5, 6 %, opta pour le taux de 5 %. A ce moment, le cours en Bourse du 5 % était de 67 ou 68 francs « si je m'étais borné, dit M. Clémentel, à émettre un 5 % du type ordinaire, je ne pouvais le faire qu'à un cours très peu supérieur à celui du marché, et pour obtenir effectivement les 4 milliards dont j'avais besoin il me fallait faire au public un appel s'élevant en capital nominal à 6 milliards au moins.

Je ne pouvais, pour un nominal de 100 francs demander aux souscripteurs plus de 67 francs, prix auquel ils pouvaient se procurer en Bourse le même capital. »

C'est précisément le montant de la prime d'émission ;

M. Clémentel se défend ainsi d'avoir accordé un taux d'intérêt abusif ; les 33 francs de supplément demandés au souscripteur, capitalisés pendant 10 ans, « permettront, dit-il, de retrouver les 50 francs de prime qui ne seront en définitive qu'un remboursement. »

En réalité, l'intérêt ressort à 8,62 %, ce qui est considérable et fait peser sur l'avenir une charge qui, soit par suite de l'assainissement monétaire, d'une déflation, d'une baisse des prix, peut devenir insupportable pour le contribuable.

Le dernier emprunt émis par l'Etat fut celui de juillet-octobre 1925, dont le caractère nouveau était la garantie de change : pour une somme de 100 francs le porteur était assuré de toucher un intérêt minimum de 4 francs, pour un cours de la livre de 95 francs, le taux de l'intérêt devant varier selon les fluctuations mêmes de la livre, sans jamais tomber au-dessous de 4 %.

Le second avantage de l'emprunt, considérable et qui aggravait encore les possibilités de fraude fiscale, était l'exemption totale de tous impôts, y compris l'impôt général sur le revenu. Cet emprunt était réservé exclusivement aux porteurs de Bons de la Défense nationale. Il se présentait donc comme un emprunt de consolidation. En réalité, il suffisait d'acheter des Bons de la Défense pour pouvoir y participer.

Cet emprunt semblait inaugurer une politique d'abaissement du loyer de l'argent. Il n'en fut rien. Le taux de l'intérêt offert fut une cause du rendement relativement faible de l'emprunt. En effet, les Bons de la Défense à un an rapportaient 5 % et en réalité 5,50 % puisque l'intérêt

était payé d'avance. Pour que le revenu du nouveau titre fût égal à celui des bons, il fallait donc supposer un cours de la livre de 125 francs ; or, l'opinion semblait, à l'époque s'y refuser.

Le marché était, d'autre part, saturé par les émissions successives de rentes et de valeurs à long terme. « L'importance de ces opérations, dit le Comité des experts, avait provoqué une hausse du taux de l'intérêt et, par suite, la baisse des cours de toutes les valeurs à revenu fixe ; les valeurs d'Etat, en raison de la quantité considérable de capitaux qui s'y trouvaient investis, furent tout particulièrement atteintes.

« Si l'Etat avait continué à émettre des rentes, il aurait dû tenir compte de cette situation, et se résigner à payer un intérêt de plus en plus onéreux. Il était ainsi conduit à envisager le placement de titres plus courts, dont le taux d'émission lui était favorable.

« Les dispositions du public agissaient dans le même sens car le capitaliste, lassé des pertes subies en capital, sur des titres souscrits, depuis peu de temps, se portait de préférence sur les valeurs à plus courte échéance, qui lui offraient la faculté de revoir son prix de souscription dans un avenir peu éloigné. »

Le résultat de cette situation a été le recours aux bons à 2 ans, 3 et 5 ans, 3, 6, 10 ans.

Le rapport des experts a publié un tableau qui montre la progression du taux de l'intérêt que l'Etat a été obligé de servir à ses prêteurs (1), en même temps qu'il établit la pratique d'émissions à échéance de plus en plus courtes.

(1) *Annexes*, chap. VI, p. 146.

Exemples de conditions d'émission

DESIGNATION DES EMPRUNTS	Date d'émission	Rendement net au prix d'émission	Période d'amor- tissement
		(%)	
Crédit national 5 % 1919 à lots.....	nov. 1919	5,50	75 ans
Rente 6 % 1920.....	oct. et nov. 1920	6,00	Perpétuelle
Bons du Crédit national 6 % 1921 à lots....	oct. 1921	6,52	15 ans
Bons du Trésor 6 % 1922	sept. 1922	6,38 6,54	3 ans 5 ans
Bons du Trésor 6 % sept. 1923.....	oct. 1923	7,61 7,32 7,21	3 ans 6 ans 10 ans
Bons 5 % 1924.....	nov. et déc. 1924	8,62	10 ans

Depuis quelques mois, depuis l'arrivée au Pouvoir du gouvernement d'Union nationale, la politique de l'Etat semble s'être orientée vers un abaissement du taux de l'intérêt non seulement à court terme, mais à long terme.

Nous avons vu antérieurement quelle fut, sur le premier point, la méthode suivie par la Caisse d'amortissement et comment le taux d'intérêt de la Dette flottante a été progressivement réduit. Les tableaux suivants résument ces opérations :

*Taux réel et taux nominal des emprunts
effectués depuis le 1^{er} août 1926 par le Trésor
et la Caisse d'amortissement (1)*

NATURE DES OPERATIONS	TAUX	
	Nominal	Réel
Emission d'obligations par la Caisse autonome d'amortissement	6 %	7,40 %
Emission de bons du Trésor à dix ans 7 % 1926.....	7 %	8,67 %
Emission de bons du Trésor à quinze ans 7 % 1927.....	7 %	8,51 %
Emission de rentes 6 % 1927 amortissables en cinquante ans.....	6 %	6,98 %
Emission d'obligations 6 % 1927 amortissables en cinquante ans.....	6 %	6,67 %

Voici d'autre part les taux d'intérêts nominal et réel des six émissions d'obligations opérées à l'étranger par les chemins de fer de l'Etat et d'Alsace-Lorraine :

NATURE DES OPERATIONS	TAUX	
	Nominal	Réel
Emission d'obligations des chemins de fer de l'Etat.....	7 %	8,7 %
Emission d'obligations des chemins de fer de l'Etat.....	7 %	8,40 %
Emission d'obligations des chemins de fer de l'Etat.....	7 %	8,1 %
Emission d'obligations des chemins de fer de l'Etat.....	7 %	8,1/4 %
Emission d'obligations des chemins de l'Alsace-Lorraine	7 %	8,5/8 %
Emission du réseau d'Alsace et de Lorraine.	6 %	»

(1) Rapport de Chappedelaine sur le budget de 1928.

L'emprunt de conversion organisé par le décret du 14 juin 1927, n'est-il pas une tentative de l'Etat pour ramener sur le marché financier, un taux d'intérêt plus favorable, à la fois pour les entreprises et pour les finances publiques ? Le taux du dernier emprunt, ouvert le 27 juin et clos le 23 juillet, ressort, en effet, à 6,67 %, l'émission étant faite à 460 francs pour 500 francs de capital. Or, le taux que l'Etat s'était vu contraint de servir à ses prêteurs les années précédentes atteignait 8,62 %.

Voici enfin, à titre documentaire, d'après le rapport du budget du ministère des Finances, pour l'exercice 1928, les principaux chiffres intéressant le service de la Dette publique :

Charges de service inscrites au budget du ministère des Finances 21 milliards.

Intérêts extra budgétaires 2.700 millions.

Amortissements extra budgétaires (opérés par la Caisse autonome et sur le plan Dawes) 6.100 millions. Au total : 30 milliards.

Ces 30 milliards se décomposent ainsi :

Dette viagère	7.500 millions	
Intérêts	13.400	—
Amortissement	9.000	—

Les trois voies prévues pour l'amortissement sont le budget, le plan Dawes et la Caisse autonome de gestion des Bons de la Défense.

Par rapport au budget de 1927, la diminution des charges est pour ainsi dire nulle à cause de la consolidation de la Dette flottante qui a nécessité par ailleurs des augmentations :

A titre des bons décennaux 7 %	Fr. 109.700.000
A titre des bons 6 % à quinze ans	158.300.000
A titre des rentes 6 % amortissables en cinquante ans	187.500.000
A titre des annuités trentenaires ou décennales de dommages de guerre	150.000.000
A titre des amortissements opérés par prélèvements sur l'annuité Dawes, un accroissement de	208.000.000

L'effort de l'amortissement demeure donc considérable.

L'ensemble des diminutions affectées au service de la dette remboursable à terme ou par annuité forme un total de l'ordre de 2.500 millions :

340 millions dus à des remboursements de capital.

925 millions provenant des diminutions d'intérêts.

1.281 millions des modifications dans le jeu des amortissements ou des écritures d'ordre.

On aperçoit pour l'Etat l'importance d'une baisse du taux de l'intérêt qui, en permettant les opérations de conversion ou en supprimant certains crédits prévus pour le rachat en bourse des titres de rentes, diminue le montant des charges affectées au service de la dette intérieure.

TROISIÈME PARTIE

**Problèmes.
économiques actuels soulevés
par le taux de l'intérêt**

CHAPITRE PREMIER

Les problèmes économiques soulevés par le taux de l'intérêt à l'intérieur de la Nation

La situation de l'entreprise. — La nécessité des appels à l'épargne. — La hausse du taux de l'intérêt et le coût de production. — La prime d'assurance contre les risques de l'entreprise. — Valeurs à revenu fixe et valeurs à revenu variable. — Les valeurs mobilières et la crise de 1920. — La situation actuelle.

Les troubles monétaires succédant à la guerre, et particulièrement graves durant les années 1925 et 1926, ont été une source de gêne considérable pour les entreprises.

En effet, le besoin de fonds de roulement s'est fait

sentir d'une façon de plus en plus pressante, par suite de la dépréciation de la monnaie. Or, le chef d'entreprise qui se voit contraint de recourir à des augmentations de capital ou à des émissions d'obligations, trouve en face de lui une épargne raréfiée, inquiète, méfiante et qui préfère souvent courir les risques de gains spéculatifs. La raréfaction de l'épargne est la conséquence de la hausse des prix et de l'accroissement des charges fiscales. Son inquiétude provient des risques de dépréciation monétaire, engendrant une nouvelle hausse des prix, donc des rendements décroissants des titres souscrits. Sa méfiance est causée par les projets de prélèvement sur le capital, par l'ingérence abusive de l'Etat dans les entreprises privées, bref, par la situation politique générale qui semble influencée par les doctrines collectivistes.

Dans ces conditions, les entreprises ont dû offrir un taux d'intérêt de plus en plus élevé. Le taux moyen d'émission est passé de 6,70 % en 1921 à 6,14 en 1922, 6,33 en 1923, 6,77 en 1924 et, si l'on tient compte des conditions d'amortissement, ce taux s'est élevé à 8,55 en 1925 et 9,45 en 1926.

Les emprunteurs, en tentant de faire sortir de leur réserve les capitaux, par l'offre de taux d'intérêt de plus en plus élevés n'ont réussi qu'à provoquer une diminution nouvelle des émissions d'obligations.

En effet, la valeur d'une obligation se fixe d'après son rendement ; or, en régime de dépréciation monétaire, la valeur or de ce rendement, ou, si l'on veut, la capacité de pouvoir d'achat qu'il représente, diminue en raison directe de la baisse de la monnaie.

Les actions elles-mêmes n'échappent pas à cette loi quoi-

que d'une façon moins visible, par suite des caractères particuliers de ce genre de titres.

D'autre part, au fur et à mesure que le taux de l'intérêt s'élève, le capital nominal des obligations antérieures diminue et ce fait n'est pas pour encourager les prêteurs qui peuvent toujours redouter un nouvel amoindrissement de leur capital.

Le cours du change, qu'on peut considérer comme une synthèse des divers éléments psychologiques et techniques agissant sur les dispositions des prêteurs et des emprunteurs, accuse, nous l'avons vu, un mouvement parallèle à celui du taux de l'intérêt.

Ce phénomène se conçoit fort bien ; la hausse des prix et la hausse du change augmentent l'importance de la prime d'assurance. L'intérêt d'un titre comporte, en effet, des éléments divers, selon les conditions d'amortissement, les risques de dépréciation monétaire, de circonstances économiques graves. Les souscripteurs, dans une période troublée comme celle de ces dernières années, à la fois au point de vue fiscal, au point de vue financier, économique, monétaire, se sont montrés de plus en plus exigeants, de plus en plus réservés à l'égard des titres à revenu fixe.

M. P. A. Veran, étudiant « La décadence de l'obligation » (1) a rappelé qu'en 1924 une obligation 4 % de qualité moyenne valait en Bourse 450 francs environ, si l'on en déduisait les impôts ; le taux oscillait entre 3 1/2 et moins de 4 % ; « au bouleversement monétaire, dit-il, a correspondu la faillite de l'obligation. Incapable de garantir son détenteur contre le renchérissement de l'argent en aggravant la dépréciation relative du revenu, l'amputation effec-

(1) *Journal des Finances*, 30 janvier 1925.

tive du capital résultant de la baisse des cours en Bourse, elle est apparue ce qu'elle avait toujours été, un placement complètement négatif, dont le portefeuille se détourne pour la déception passée et pour les revers futurs que l'expérience lui permet désormais de préciser ».

Au fur et à mesure que la monnaie se dépréciait et que les prix s'élevaient les entreprises devaient donc offrir aux prêteurs un taux plus élevé ; les éléments économiques se combinaient pour accroître leurs difficultés.

La crise de 1920 permet d'étudier avec particulièrement de netteté cette répercussion des prix et des changes sur la tenue des valeurs mobilières et cette influence est d'autant plus remarquable qu'au point de vue purement financier, les méthodes semblaient devenir alors meilleures, se manifestant, notamment, par l'amortissement des avances de la Banque de France à l'Etat. Les statistiques fournies par le bulletin de statistique générale de la France et du service d'observation des prix (1) permettent de suivre les effets de la crise de 1920 sur ce point. Elles ont été établies de la façon suivante :

En 1919, date de leur première publication (2) elles comprenaient 203 valeurs, dont 17 valeurs à revenu fixe, rentes et obligations, et 186 valeurs à revenu variable ; ces 203 valeurs ont été classées en 30 groupes, 5 groupes de valeurs à revenu fixe, 25 groupes de valeurs à revenu variable. En 1922, divers groupes de valeurs ont été ajoutés et, dans ces groupes déjà existants, des valeurs nouvelles ont été

(1) *Bulletin de la statistique générale de la France et du service d'observation des prix*, années 1921-22, p. 171 et suivantes.

(2) *Op. cit.*, octobre 1920, p. 172.

introduites ; dans le groupe des obligations industrielles on a fait état, depuis janvier 1920, de six valeurs au lieu de deux. En outre, sept nouveaux types ont été considérés : Rente 4 % 1917, 5 % 1915-16, obligations de chemins de fer à 4 %, 5 %, Foncière 4 % 1913, obligations industrielles et bons 5 %, 6 %.

M. Marcel Lenoir, qui a établi ces statistiques, a pris pour le calcul des indices des nouvelles valeurs, une base telle qu'il y ait égalité, en janvier 1920, entre l'ancien et le nouvel indice des obligations 3 %, entre l'ancien et le nouvel indice général des valeurs à revenu fixe.

Dans le tableau ci-joint sont inscrits les indices mensuels de 1919 à 1921, des valeurs à revenu fixe et des valeurs à revenu variable. Pour les premières (les seuls dont le nombre ait changé) le tableau donne l'ancien indice s'appliquant à cinq types de valeurs et le nouveau s'appliquant à douze groupes.

INDICES GENERAUX DES COURS DES VALEURS EN FRANCE

(Moyenne 1901-1910 : 100)

Fin de mois :	Valeurs à revenu fixe		Valeurs à revenu variable
	Ancien indice	Nouvel indice	
1919.			
Janvier.	75,7	»	149
Février.	77,4	»	145
Mars.	76,1	»	142
Avril.	75,9	»	145
Mai.	77,0	»	151
Juin.	76,5	»	151
Juillet.	74,9	»	151
Août.	75,0	»	156
Septembre.	76,0	»	167
Octobre.	75,9	»	173
Novembre.	74,8	»	176
Décembre.	74,0	»	174

(Moyenne 1901-1910 : 100)			
(Suite.)			
1920.			
Janvier.	72,3	72,3	180
Février.	72,5	72,6	195
Mars.	70,8	71,7	217
Avril.	68,4	70,1	230
Mai.	69,6	69,7	216
Juin.	68,8	69,0	196
Juillet.	68,1	69,3	199
Août.	65,8	67,1	194
Septembre.	63,5	64,7	184
Octobre.	63,8	65,3	173
Novembre.	64,7	65,5	156
Décembre.	66,8	66,1	160
1921.			
Janvier.	67,1	66,4	158
Février.	66,9	66,1	145
Mars.	66,3	65,7	152
Avril.	65,7	65,4	152
Mai.	65,3	65,0	144
Juin.	65,1	64,7	137
Juillet.	64,5	64,7	132
Août.	65,9	65,6	145
Septembre.	66,0	65,6	145
Octobre.	65,1	65,2	141
Novembre.	65,9	65,3	140
Décembre.	66,6	65,9	143

Pour les valeurs à revenu fixe, on observe ainsi un mouvement de baisse continu jusqu'au minimum de septembre 1920 puis des tentatives dirigées successivement dans le sens de la hausse et de la baisse.

Pour les valeurs à revenu variable, on observe au contraire une hausse constante jusqu'au mois d'avril 1920, puis une baisse qui atteint son minimum en juillet 1921. « Le maximum du printemps de 1920, fait observer M. Marcel Lenoir est accusé par 21 groupes sur 25, se plaçant en mars pour 4 d'entre eux, en avril pour 15, en mai pour 2, 4 groupes seulement donnant des indices inférieurs à ceux

du début de 1919. » Ce sont, dit l'auteur, les deux groupes de compagnies de chemins de fer et des compagnies de distribution d'eau et de gaz, c'est-à-dire, les sociétés, qui, liées par des contrats et des cahiers des charges, ne pouvaient que difficilement augmenter leurs prix de vente, tandis que leurs prix de revient se trouvaient accrus par l'élévation des prix des matières et la hausse des salaires (1).

Plus instructive encore est la comparaison avec les autres indices économiques. On verra que les mouvements des valeurs sont étroitement liés aux fluctuations des prix et des changes.

Cours des valeurs mobilières, prix des marchandises
Change sur New-York, indices
 (moyenne du premier semestre 1919 = 100).

	Cours des valeurs mobilières		Prix des marchandises (2)		Cours du dol- lar (4)
	à revenu fixe	à revenu variable	Gros (3)	Détail (à Paris)	
1913 Moyenne....	119,3	87	29,7	39,7	88
1919	—	—	—	—	—
Janvier	99,0	101	104	99	92
Février	101,3	98	102	90	92
Mars	99,6	97	100	99	98
Avril	93,3	99	99	102	101
Mai	100,7	102	97	106	108
Juin	101,1	103	98	104	108
Juillet	98,0	103	104	104	117
Août	98,1	106	104	95	131
Septembre	99,4	113	107	103	142
Octobre	99,3	118	114	112	146
Novembre	97,9	120	121	111	158
Décembre	96,8	118	126	113	124

(1) *Op. cit.*, janvier 1922, p. 173.

(2) A la fin de chaque mois.

(3) Moyenne du mois.

(4) Jusqu'en décembre 1919, moyenne du maximum et du minimum de chaque mois, depuis janvier 1920, moyenne de toutes les cotes du mois.

	Cours des		Prix des		Cours
	à revenu fixe	à revenu variable	Gros	Détail (à Paris)	du dol- lar
1920					
Janvier	94,6	122	145	115	199
Février	95,0	132	156	118	242
Mars	93,8	148	166	135	238
Avril	91,7	156	175	142	275
Mai	91,2	147	164	150	248
Juin	90,3	133	147	147	214
Juillet	90,7	135	148	148	209
Août	87,8	132	150	148	239
Septembre	84,6	125	157	162	251
Octobre	85,4	118	150	167	260
Novembre	85,7	106	138	169	283
Décembre	86,5	109	130	168	287
1921					
Janvier	86,9	107	121	163	268
Février	86,5	99	113	152	237
Mars	86,0	103	107	142	240
Avril	85,6	103	104	130	235
Mai	85,0	98	98	126	203
Juin	84,6	93	97	124	210
Juillet	84,6	90	99	122	217
Août	85,8	99	99	126	219
Septembre	85,8	98	103	131	233
Octobre	85,2	96	99	132	235
Novembre	85,3	95	99	130	236
Décembre	86,1	97	97	128	217

Prix. — La corrélation est évidente entre les fluctuations des valeurs et les mouvements des prix.

a) *Prix de gros.* — Ils atteignent un premier palier de hausse au mois d'avril 1920 (175) puis après une courte période de baisse, accusent une nouvelle pointe en septembre (157). Or, on observe tout d'abord pour les valeurs à

revenu fixe, que leur cours minimum (septembre : 84,6) coïncide avec la seconde hausse des prix de gros et, en ce qui concerne les valeurs à revenu variable, que leur cours maximum (avril : 156) coïncide avec l'indice le plus élevé des prix de gros. Le cours des valeurs à revenu fixe varie en raison inverse du mouvement des prix et celui des valeurs à revenu variable en raison directe.

b) *Prix de détail.* — Les mouvements des prix de détail affectent une allure semblable, bien que leurs valeurs ne soient pas la même dans le temps, le maximum des prix de détail est atteint en novembre (169), tandis que le minimum des prix de gros est atteint en avril. Il est d'ailleurs tout à fait normal que le mouvement des prix de gros précède celui des prix de détail.

Change. — Il suffit de comparer les indices pour observer la très grande concordance des fluctuations.

M. Marcel Lenoir résume ainsi les mouvements des divers indices :

Maximum du besoin de main-d'œuvre (placements) :
février-avril 1920.

Elévation du taux de l'escompte : 8 avril.

Maximum du cours des valeurs mobilières à revenu
variable : fin avril.

Premier maximum des prix de gros des marchandises :
fin avril.

Maximum du volume du commerce extérieur : juillet-sep-
tembre.

Maximum secondaire du besoin de main-d'œuvre, place-
ments : septembre.

Second maximum des prix de gros : fin septembre.

Minimum des cours des valeurs mobilières à revenu fixe :
fin septembre.

Maximum de la production sidérurgique : octobre.

Maximum de la consommation du charbon : octobre.

Minimum des prix de détail : novembre.

Maximum des besoins financiers (portefeuille de la Banque
de France, effets créés) : décembre 1920, janvier 1921.

Minimum du besoin de main-d'œuvre (placement) : mars
1921.

Minimum du volume du commerce extérieur : mars-juillet.

Minimum des prix de gros : fin juin.

Minimum des prix de détail : juillet.

Minimum des valeurs mobilières à revenu variable : fin
juillet.

Minimum de la production d'acier : juillet.

Minimum de la consommation du charbon : juillet.

Minimum des effets de commerce créés : juillet.

Baisse du taux de l'escompte : 28 juillet.

Commencement de la baisse du portefeuille de la Banque
de France : août-septembre.

Minimum de la production de fonte : septembre.

On voit que les premiers symptômes de la crise ont apparu au printemps de 1920 vers le mois d'avril (1) (avec le maximum du cours des actions en bourse). Le développement économique ne s'arrête cependant pas. C'est seulement en automne, six mois après, que la crise commerciale et industrielle prend tout son caractère de gravité, les prix de gros et les prix de détail accusent une baisse sensible, les échanges diminuent.

(1) A ce moment, la crise est aigüe au Japon, imminente aux Etats-Unis.

Après la crise, la baisse des actions se prolonge jusqu'en juillet de même que la baisse des prix.

La dépression s'achève à peu près au milieu de l'année 1921, après avoir débuté en septembre-octobre 1920.

Faut-il voir, comme l'a fait M. Desseilligny, une explication de la crise de 1921 dans les émissions d'emprunts d'Etat faites à des taux de plus en plus élevés et qui ont détourné les capitaux disponibles des achats d'actions ? Nous ne le pensons pas. En France, fait remarquer à juste titre le baron Mourre (1), l'argent n'a jamais fait défaut. Les disponibilités « se trouvaient suffisantes pour alimenter à la fois les achats d'actions et les souscriptions aux emprunts. De plus, en 1920, la hausse continue des actions les faisait rechercher au détriment des valeurs à revenu fixe. Ce n'est qu'après que la crise a éclaté, qu'après que la baisse des actions a eu lieu, que les valeurs à revenu fixe sinon à long terme, tout au moins à court terme, comme les Bons, ont joui d'un regain de faveur aux dépens des valeurs à revenu variable. »

Valeurs à change, valeurs spéculatives ont alors vu leurs cours baisser d'une façon appréciable. Là encore, d'ailleurs, le mouvement était exagéré. Comme l'a fait remarquer très justement M. de Mirimonde (2) « l'équilibre budgétaire reposait alors sur l'exécution des engagements de l'Allemagne et il se trouvait, précisément, que la question des transferts demeurerait à peu près insoluble. Les gouvernements du Reich ne vivaient que par l'inflation et rendaient de plus en plus aléatoire le paiement des réparations ».

(1) *Revue d'Economie politique.*

(2) *L'art de gérer sa fortune*, p. 224.

Le tableau suivant montre la reprise passagère des valeurs à revenu fixe :

	1 ^{er} avril 1920	16 juin 1922
Rente perpétuelle française 3 %.....	58	57 60
Nord ancienne 3 %.....	312	317 »
Consolidé anglais 2 1/2 %	104	112 75
Egypte unifiée 4 %.....	167	143 25
Espagne extérieure 4 %.....	220	154 »
Banque de France (act.).....	5.375	5.750 »
Crédit Lyonnais (act.).....	1.655	1.329 »
Banque de Paris et des Pays-Bas (act.).....	1.690	1.114 »
Crédit Foncier Egyptien (act.)	1.000	1.125 »
Comp. Générale Transatlantique (act. ord.)...	625	165 »
Rio-Tinto (act. ord.), cuivre.....	2.215	1.420 »
Penarroya (act. plomb).....	2.210	784 »
Kinta (act.), étain.....	370	200 »
Société financière des caoutchoucs.....	395	83 »
Sucrerie et raffineries d'Egypte (act. ord.)....	1.145	472 »
De Beers (diamants)	1.518	579 »
Creusot (act.).....	3.900	1.970 »
Suez (act.).....	7.850	6.060 »

Depuis et jusqu'à la crise monétaire de 1926, les valeurs à change et à revenu variable n'ont cessé de reprendre leur avantage au détriment des valeurs à revenu fixe.

La faveur passagère qui atteint, en 1925, les valeurs à revenu fixe n'est due qu'à l'émission de l'emprunt à garantie de change.

La proportion ds émissions d'obligations par rapport aux émissions d'actions est, d'ailleurs, toute à l'avantage des secondes :

1919	105 %
1920	93 %
1921	140 %
1922	196 %
1923	136 %
1924	47 %
1925	38 %
1926	66 %

L'action, qui est une part de l'entreprise, qui présente plus d'aléas, est en période de dépréciation monétaire et de hausse des prix, plus recherchée des épargnants. Aussi, à partir de 1924, les émissions d'actions dépassent-elles de beaucoup celles des obligations.

Les chiffres ci-dessous permettent de suivre le mouvement des émissions d'actions par rapport aux obligations (en millions de francs) :

ANNEES	Actions	Obligations
1919	1.513.870	1.594.934
1920	4.104.192	3.842.944
1921	2.379.635	3.340.857
1922	1.378.014	2.710.478
1923	2.275.858	3.056.740
1924	3.693.956	1.791.023
1925	2.654.000	1.035.000
1926	2.883.000	1.922.000

Voici d'autre part, le mouvement régulier des taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe et des valeurs à revenu variable de 1919 à 1926 :

Valeurs à revenu fixe, taux nets de capitalisation (1)

	1913	Mars 1919	Année 1920	Sept. 1920	Juill. 1921	Août 1922
Moyenne des groupes 1-5 (20).....	3,73	4,85	5,80	6,01	5,95	5,02
Moyenne (2) des grou- pes 6-12 (34).....	4,03	5,29	5,71	6,24	6,32	5,83
Total des 17 groupes (54).....	3,84	5,11	5,75	6,14	6,17	5,49

	Sept. 1923	Fév. 1924	Août 1924	Fév. 1925	Nov. 1925	Mars 1926
Moyenne des groupes 1-5 (20).....	5,58	6,29	6,32	8,44	9,31	8,15
Moyenne (2) des grou- pes 6-12 (23).....	6,33	6,98	6,90	9,15	10,44	9,48
Total des 17 groupes (54).....	6,02	6,69	6,65	8,85	9,97	8,92

*Valeurs à revenu variable**Indices des revenus nets et taux nets de capitalisation*

Indice du revenu net, base 1913 = 100 -

	Mai 1919	Nov. 1920	Déc. 1922	Sept. 1923	Août 1924	Fév. 1925	Mars 1926
Ensemble de 25 grou- pes (192).....	104	124	130	156	190	191	218
23 groupes français (184).....	108	127	132	155	183	188	208
Indice des cours (25 gr. fr.).....	119	123	139	177	210	197	209
Bases 1913 (23 grou- pes étrangers).....	121	125	140	179	210	190	193

(1) Rente française 3 % (1) ; Chemins de fer 3 % (6) ; Foncières 3 % 1885 (1) ; Obligations industr. 4 % (7) ; Rente 4 % 1917 (1) ; Rente 5 % 1915-1916 (1) ; Chemins de fer 4 % (6) ; Chemins de fer 5 % (5) ; Foncières 1913 4 % (1) ; Obligations Industr. 5 % (11) ; Obligations industr. 5 %.

(2) Moyenne des 7 derniers groupes indiqués ci-dessus.

Taux nets de capitalisation

	1913	Mars 1919	Avr. 1920	Avr. 1922	Fév. 1926	Mars 1926
Ensemble de 25 groupes (192.....	3,81	3,21	2,66	4,46	2,84	4,16
23 groupes français (184).....	3,89	3,39	2,81	4,60	2,89	4,33
Indice des cours (25 gr. fr.).....	100	111	181	106	222	209
Bases 1913 (23 groupes étrangers). . .	100	113	183	107	220	193

« C'est une erreur, dit M. Germain-Martin (1), d'affirmer que derrière les valeurs industrielles, il y a des valeurs or. Il en est ainsi si les revenus industriels se sont accrus proportionnellement à la dépréciation de la puissance d'achat de l'unité monétaire. Lorsqu'on étudie de près les résultats financiers de certaines entreprises et des mieux gérées, on constate que si la masse des bénéfices a augmenté suivant des marques qui correspondent à l'avilissement de la monnaie, les charges ont suivi le plus souvent une marche parallèle. Il a été nécessaire de faire appel à de nouveaux capitaux, de procéder à des augmentations, de créer un stock d'obligations et de Bons qui ne permettent pas de donner aux actionnaires des dividendes correspondant aux variations de puissance d'achat du franc. Par exemple la Compagnie générale d'Electricité, au cours de l'exercice 1912-1913, donnait un dividende de 50 francs. En 1925-1926 elle distribue 70 francs. Nous sommes loin d'un résultat qui permette de dire que l'on est en présence d'une valeur or. »

Dans la seconde moitié de l'année 1926 et la première partie de l'année 1927, on assiste à un renouveau de l'obli-

(1) *Revue Financière du Journal des Débats*, 25 juillet 1927.

gation. La hausse du franc, le retour de la confiance, la baisse du taux de l'intérêt à court terme produisirent en effet, une revalorisation des valeurs à revenu fixe.

Voici quelques exemples (en francs) :

	Intérêt net	Cours au 1 ^{er} avril 1927	Revenu net (%)
Ville de Reims 7 %.....	35	470	7,4
Métallurgie sinistrés 6 %.....	30	416,50	7,2
Usines sinistrées 6 1/2 %.....	32,50	470	6,9
Orléans 6 %.....	25,22	360	7
Gaz et eau 6 %.....	30	466	6,4
Knuntange 5 1/2 %.....	27,50	363	7,5
Union des consom. de Prod. métal 6 %.....	30	391	7,4
Micheville 6 %.....	27,15	350	7,7
Arbel 7 %.....	34,01	380	8

On peut prévoir que, si les circonstances financières actuelles persistent, la faveur des obligations deviendra de plus en plus vive, mais les conditions premières sont l'assainissement monétaire et la stabilité des prix.

A l'Assemblée générale ordinaire des Chemins de fer du Midi, le 29 avril 1927, M. Georges Teissier a indiqué les difficultés croissantes qui se sont posées pour les émissions d'obligations nouvelles.

« Le taux effectif de nos emprunts, qui s'élevait déjà à 11 % environ pour 1925, a atteint son maximum vers le milieu de l'exercice 1926. Le 6 juillet 1926 nos obligations 3 % 1921 cotaient 163 francs et nos obligations 6 % 1921 tombaient, le 12 août à 243 francs. A ces cours correspondaient pour la Compagnie des taux d'emprunts voisins de

12 % pour le 3 % et 13 % pour le 6 %... même à ces taux catastrophiques on ne trouvait plus de prêteurs, et nous voyions arriver, avec angoisse, le moment où il allait falloir arrêter tous nos chantiers. »

Il note ensuite le relèvement des valeurs à revenu fixe :

« Les cours en Bourse de nos obligations témoignent d'une manière incontestable, d'un retour aux placements en valeurs à revenu fixe ; ils s'établissent à l'heure actuelle, aux environs de 250 francs pour l'obligation 3 % type 1921 et de 370 francs pour l'obligation 6 % du même type, marquant un relèvement de 50 % sur les cours les plus bas de juillet et d'août 1926. Ces cours correspondent à des taux d'emprunt de l'ordre de 8 à 9 %. »

La situation semble donc s'être légèrement améliorée mais pas suffisamment cependant pour permettre aux entreprises d'accomplir les opérations d'émission qui leur sont nécessaires à des conditions avantageuses. Il en résulte un état d'instabilité économique défavorable et dont la prolongation ne ferait qu'affaiblir la puissance de production du pays. A cet égard une baisse du taux de l'intérêt apparaît tout à fait souhaitable.

La hausse du taux de l'intérêt, qui accroît la part réservée aux frais généraux dans l'entreprise, rend aussi plus lourdes les charges réservées à l'amortissement du capital.

Si l'entrepreneur, d'autre part, doit compter, dans le coût de production, l'intérêt du capital emprunté, il doit également tenir compte de l'intérêt du capital qu'il a lui-même engagé dans son entreprise. Comme cet intérêt doit nécessairement être calculé à un taux supérieur au taux courant, puisque le revenu du capital dont il s'agit est variable et que l'entrepreneur doit y comprendre la prime

d'assurance contre les risques particuliers de l'entreprise, il s'ensuivra un accroissement du prix de revient.

Or, cette élévation du prix de revient risque, précisément, dans les circonstances où elle survient, de rendre les débouchés plus difficiles pour l'entrepreneur. Il s'ensuivra des entraves croissantes à la bonne marche de l'industrie et à la prospérité économique générale.

D'autre part, l'augmentation du coût de production maintient dans la nation un niveau élevé des prix (ou si l'on observe une restriction de la consommation, provoque la fermeture des entreprises insuffisamment défendues) : comme le taux de l'intérêt est, en grande partie, conditionné par ce niveau général des prix, on voit qu'il n'aura guère de chances de baisser.

Sans doute, l'aménagement des entreprises sur des bases plus rationnelles permettra d'accroître la production, et, par conséquent, d'obtenir un taux moyen de rendement supérieur mais, pour opérer cet aménagement, des capitaux seront nécessaires ; or, les perspectives économiques et monétaires seront-elles assez brillantes, à la fois pour les inciter à s'investir dans des placements à longue échéance et à se contenter d'un taux d'intérêt moins élevé ?

« L'hésitation des capitalistes à investir leurs fonds dans des emplois de longue durée, dit M. Germain Martin, dans une de ses revues financières (1), est une preuve certaine de la persistance des craintes relativement à notre avenir économique et politique. »

Un abaissement du taux de l'intérêt serait très favorable à la reprise des fonds d'Etat, des valeurs industrielles à revenu fixe ; il convient cependant d'insister sur

(1) *Revue Financière du Journal des Débats*, 23 mai 1927.

le fait psychologique que les fonds d'Etat et les obligations industrielles, sont, depuis la guerre, influencées par les variations de la confiance, du crédit, du volume des disponibilités et que ces divers éléments doivent se joindre, et non se contrarier, pour que l'influence du taux de l'intérêt joue tout son rôle.

Les valeurs à revenu variable, les actions, elles, ont été soumises aux crises économiques, au ralentissement des affaires. Une baisse du taux de l'intérêt agirait également sur ces valeurs avec une efficacité plus grande parce qu'elle agirait profondément sur l'essor de la production.

Et nous ne saurions trop souligner l'importance de cette conclusion : « ...Craintes qu'il faudrait tenir pour injustifiées, pour exagérées, si nous n'avions pas à enregistrer les fâcheuses et inopportunes interventions de partisans qui, dans leurs homélies dominicales oublient que le principal, dans le présent, est de préparer l'assainissement monétaire par une tension de toutes les volontés, afin de donner l'impression à l'intérieur et à l'extérieur, que la France est attachée par-dessus tout, à la stabilité aussi bien politique qu'économique. »

C'est, en effet, à ces seules conditions que les entreprises pourront de nouveau s'adresser à l'épargne dans des conditions qui ne soient pas trop onéreuses pour elles et que l'épargne pourra répondre à leurs appels sans manifester trop de méfiance ni d'exigences.

CHAPITRE II

Les problèmes économiques soulevés par le taux de l'intérêt sur le marché international

Le rôle des mouvements de capitaux sur les places internationales. — Avantages et inconvénients. — New-York, pôle du crédit. — La politique de l'escompte à New-York et à Londres. — Sa répercussion sur les autres marchés. — Le retour aux procédés techniques : les achats d'or de la Banque de France et la spéculation à la hausse du franc. — Leur répercussion à Londres et à New-York. — La Conférence financière de New-York. — La question de l'abrogation de la loi du 3 avril 1918 interdisant l'exportation des capitaux.

Les capitaux se placent, sur les marchés internationaux soit à court terme, soit à long terme.

C'est la différence des taux d'intérêt qui, normalement, attire les capitaux d'une place sur une autre. S'ils sont rares dans le pays emprunteur et abondants dans le pays

prêteur, on conçoit qu'il y ait une différence de taux d'intérêt et par conséquent un courant de capitaux d'un pays à l'autre.

Il se pose, dès lors, de graves problèmes pour la nation. Si elle emprunte, les sommes qu'elle recueille peuvent lui servir à mettre en œuvre de nouvelles entreprises, à amorcer des travaux productifs ; il est vrai — certains Etats ont donné cet exemple — que les fonds peuvent être gaspillés sans aucun profit pour la collectivité, au contraire. En outre, les intérêts de ces emprunts alourdissent le passif de la balance des comptes : il peut être extrêmement pénible, en période de crise, pour la nation emprunteuse, de payer des intérêts à l'étranger.

Ces inconvénients ne sont pas les seuls. Un pays qui abuse du crédit étranger risque de se voir retirer la direction d'un grand nombre d'entreprises, parmi les plus importantes, souvent vitales, qu'il possède : banques, chemins de fer, métallurgie. Les Etats-Unis n'ont-ils pas le contrôle de fait d'un nombre considérable d'industries étrangères ?

Que se passe-t-il dans le cas où, les capitaux étant abondants et le taux de l'intérêt relativement faible dans un pays, ces capitaux vont en grand nombre se porter sur les places où les conditions sont plus rémunératrices ? Les troubles monétaires qui ont suivi la guerre ont bouleversé les techniques établies. Le jeu normal des courants de capitaux de place à place s'est, en effet, trouvé faussé par suite de circonstances nouvelles, de phénomènes psychologiques qui ont entravé dans une certaine mesure le mécanisme technique observé en temps ordinaire. Il ne faut plus considérer seulement dans quelles proportions s'exerce l'attrait de taux plus avantageux à l'extérieur, mais surtout dans

quelles mesures les inquiétudes ressenties par les détenteurs de fonds, soit à l'égard de la politique générale, soit à l'égard de la situation monétaire les ont incités à exporter leur avoir. On doit également redouter que cette exportation des capitaux ne soit la conséquence d'un affaiblissement de l'activité industrielle : le pays prêteur, vivant sur la richesse acquise, ne trouve plus de débouchés pour ses propres capitaux et les met à la disposition d'entreprises étrangères. On ne saurait retenir l'argument d'après lequel c'est une faute politique et économique de fournir à des pays nouvellement nés à la vie industrielle, à la concurrence internationale, des moyens de lutter contre leur aînés. Tôt ou tard sur une place ou une autre, des pays trouveront les capitaux nécessaires pour se développer et d'ailleurs, cette extension même de la production accroîtra le mouvement des échanges internationaux.

La France avant la guerre, pouvait à juste titre être appelée le banquier du monde et c'est en partie grâce à son portefeuille de valeurs étrangères qu'elle a pu solder ses importants achats de matières premières. Depuis la guerre la situation est bien changée ; les énormes dépenses nécessitées par la défense nationale ont considérablement appauvri le portefeuille français ; les emprunts contractés à l'extérieur, notamment en Angleterre et aux Etats-Unis, pour les besoins de la cause commune, nous rendent débiteurs d'une somme de 35 milliards de francs-or. Comment opérer de tels transferts ? C'est une des plus grandes objections pratiques, soulignons-le en passant, à la ratification des accords de Londres et de Washington.

Le taux de l'intérêt a été impuissant à jouer son rôle, parce que des éléments beaucoup plus forts sont intervenus. Au moment où les principaux pays européens ont

accompli leur réforme monétaire, les problèmes qu'il soulève vont se poser avec beaucoup d'acuité, non seulement entre les marchés continentaux, mais entre ces marchés et celui de New-York.

Les rapports entre les places de Londres et de New-York, depuis la guerre, sont particulièrement riches en enseignements. C'est entre ces deux marchés qu'on a pu observer les tentatives les plus efficaces pour rendre au mécanisme des variations du taux de l'escompte toute sa valeur.

Toute la politique d'escompte des Etats-Unis a été, au début, déterminée par le seul souci des fluctuations de l'encaisse métallique. Le taux d'escompte des Banques fédérales de réserve, qui avait été maintenu très bas afin de favoriser le placement des emprunts du Trésor passa brusquement, entre janvier et juin 1920, de 4 3/4 à 7 %. La proportion de l'encaisse à la circulation était, en effet, tombée en un an de 51 à 42,4 %, c'est-à-dire tout près de la proportion légale, fixée à 40 %. Ce danger disparut avec l'afflux considérable de l'or européen dans les caisses des Banques fédérales, au printemps de l'année 1921 et le taux de l'escompte ne cessera de décroître pour atteindre 3 % au mois d'août de l'année 1924. Aux problèmes de l'or venaient s'ajouter désormais de très importantes questions de production et de crédit.

En présence de cette politique, quelle fut la méthode adoptée par l'Angleterre ? Son souci capital était de ramener la livre sterling au pair du dollar, de sacrifier, selon les sévères critiques de Keynes la stabilité des prix à la stabilité des changes. « Or, dit cet auteur (1), il

(1) *La Réforme monétaire*, p. 211.

peut très bien se produire que le taux de l'escompte soit élevé pour influencer le change à un moment où les considérations relatives au niveau interne du prix de la vie et à la politique du crédit exigeraient une autre conduite. » Pour obéir à la préoccupation constante de rendre à la place de Londres son rôle de clearing-house mondial, la Banque d'Angleterre a maintenu, jusqu'en 1922, son taux d'escompte supérieur à celui de New-York.

A partir de cette année, le taux d'escompte devient inférieur à celui de New-York ; cependant, la livre poursuit son avance. On assiste alors à un phénomène qui s'est souvent produit dans tous les pays dont la monnaie s'est revalorisée (Danemark, Suède) et qu'on observe actuellement en France : le rôle de la spéculation supplante le rôle du taux de l'escompte. Les capitaux non seulement ne craignent plus la dépréciation de l'unité monétaire, mais espèrent tirer une source de profits en spéculant sur les changes ou sur les valeurs mobilières. C'est ce qui s'est passé, en Angleterre, également en 1924, malgré l'infériorité du taux de l'escompte de cette place, par rapport à celui de New-York. Nous avons vu, en France, pareil phénomène avec la revalorisation du franc.

Les mouvements de l'or sont donc beaucoup plus déterminés par les éléments spéculatifs que par le jeu normal des taux d'escompte.

Keynes (1), observant l'escompte de la place de Londres, en conclut que si l'élévation du taux de l'escompte ne joue plus sur un marché monétaire troublé, pour attirer l'or du marché où l'argent est moins cher, du moins a-t-elle pour effet de produire une concordance nouvelle des cours à

(1) Keynes, *op. cit.*, p. 161.

terme et au comptant des changes entre les deux places. « Si l'argent devient plus cher à Londres, l'escompte sur les dollars à terme diminue ou est remplacé par une prime. » Ainsi la diminution du loyer de l'argent à Londres dans le deuxième semestre de 1922 a augmenté l'escompte sur les dollars à terme et l'élévation du taux de l'intérêt au milieu de 1923 a diminué cet escompte. « L'influence possible d'un taux d'escompte élevé sur la situation générale est incontestable, conclut Keynes, mais c'est une erreur de croire qu'une différence minime entre les taux d'intérêt à Londres et à New-York réagisse sur le change livre-dollar, comme sous un régime de convertibilité de la monnaie. Sa réaction directe se produit sur l'écart entre les dollars à terme et au comptant. Il ne peut guère affecter le niveau absolu du change au comptant que si les changements des taux relatifs de l'argent sont comparables en ampleur (comme jadis) aux variations éventuelles des changes. »

Au fur et à mesure que l'assainissement de la monnaie se produisait dans les différents pays — Allemagne, Belgique, stabilité de fait du franc français — un accroissement de la demande d'or s'est manifesté en deux temps, pourrait-on dire.

Tout d'abord, par des emprunts sur la place de New-York pour le compte de Berlin ou de Rome, sur la place de Londres pour le compte de l'Amérique latine, sur celle de Hollande et de Suisse pour le compte de Paris. En même temps, on observe, sur les places en question, la répercussion des courants de capitaux sur les mouvements d'or et les préparatifs de défense qui rentrent dans les méthodes classiques.

C'est, en effet, par les variations du taux de l'intérêt que les grands marchés financiers vont tenter de se

défendre : les achats d'or à la Banque d'Angleterre déclanchèrent la tension du loyer de l'argent sur le marché libre, afin d'attirer les capitaux de New-York à Londres.

Les Federal Reserve Banks, qui exercent une surveillance constante du marché des capitaux, afin de prévoir et d'éviter, autant qu'il est en leur pouvoir, une crise économique résultant d'un abus du crédit, doivent à leur tour prendre des mesures pour enrayer une baisse brutale des prix, qui serait extrêmement préjudiciable à l'industrie américaine. Les Etats-Unis, en effet, traversent une période de grande activité économique qui s'est, en partie, traduite par l'extension considérable de la pratique des achats à crédit.

Une baisse des prix aux Etats-Unis aurait d'ailleurs sa répercussion sur les prix anglais et, par voie de conséquence, sur un équilibre budgétaire si difficilement obtenu en Grande-Bretagne, et dans les autres pays qui ont posé comme première condition à leur assainissement monétaire et financier, la réalisation d'un rigoureux équilibre budgétaire.

La Banque de France s'est émue de l'afflux considérable des capitaux étrangers attirés par les perspectives de prime que provoquerait une revalorisation monétaire.

C'est un phénomène remarquable et qui confirme toutes les observations faites sur les principales places européennes : l'appât de la spéculation est plus fort que le taux de rémunération du capital.

Notre institut d'émission a vu le danger que présentait le gonflement inquiétant des capitaux flottants, gonflement dû, pour une part, au rapatriement des capitaux français exportés au moment de la chute du franc, et, pour une autre part, à l'afflux des capitaux étrangers attirés

par l'espoir de gains spéculatifs sur nos valeurs dont le taux de capitalisation était très faible.

La Banque de France a employé les procédés classiques pour parer à ce danger ; après avoir réglé sa dette à la Banque d'Angleterre et obtenu la restitution de 18 millions de livres d'or, elle acheta, sur la place de Londres, le 22 mai 1927, 7.500.000 livres d'or. Le résultat fut de provoquer le resserrement du marché monétaire à Londres, qui se manifesta par une tension du loyer d'argent, le taux de l'escompte hors banque passant de 3 1/2 à 4 1/8 %. Cette perspective de difficultés du crédit n'était pas pour satisfaire les milieux économiques d'Angleterre qui, pendant une longue période ont dû subir un taux d'escompte élevé. La politique de la Banque de France, en ces circonstances, se conçoit fort bien : la hausse, puis la stabilité de fait de notre monnaie ont amené sur le marché monétaire français une masse considérable de capitaux et, en outre, une augmentation de crédits sous forme de dépôts en banque. Les banques, à leur tour, ne trouvant plus l'emploi de leurs fonds en Bons de la Défense nationale, se bornaient à les inscrire en comptes courants à la Caisse centrale du Trésor qui s'en servait pour amortir la dette de l'Etat à la Banque. Ces disponibilités ne pouvant réaliser de bénéfices en spéculant sur le change — tenu à un cours fixé par l'Institut d'émission — se reportent sur le marché des titres qu'elles élèvent à des cours exagérés et souvent sans rapport avec la situation financière des entreprises qu'ils représentent.

Pour opérer un dégonflement du marché, la Banque n'a qu'une ressource : préparer une hausse du taux de l'escompte sur les places étrangères, afin d'y faire refluer les capitaux. Elle a, à sa disposition, la méthode classique de

la restriction de crédit par les mouvements de l'or. La réduction du stock d'or de Londres ou de New-York a pour effet de contraindre ces places à une restriction des crédits c'est-à-dire à l'élévation du taux de l'escompte.

Les devises que notre Institut d'émission achetait demeuraient en effet sur leur lieu d'origine et ainsi les banques anglaises ou américaines conservaient toutes leurs facilités de crédit. Or, le taux de l'intérêt baissant sur le marché monétaire, les capitaux ont naturellement été tentés de s'employer en achats spéculatifs de nos titres, renouvelant encore l'afflux de devises sur notre place. Ces devises, d'une part, restaient sur leur marché d'origine, les émissions de billets, d'autre part, faites par la Banque de France, menaçaient de créer une inflation de crédit redoutable. Il n'était pas admissible, dit M. Germain Martin « que nous facilitions, indirectement, des prises de positions spéculatives faisant affluer les capitaux étrangers vers notre place, soit en raison des différences des taux d'intérêt pratiqués en France et à l'étranger, soit à cause de la perspective des bénéfices obtenus après achat de valeurs françaises » (1).

De là ces achats d'or opérés par la Banque de France et qui ont eu pour premier résultat d'opérer une contraction du crédit à New-York et à Londres (2) inévitablement suivi d'un même effet sur le nôtre. Ces achats atteignaient dans la dernière semaine de mai 1927, 2.139.665.000 francs. Ils avaient, d'ailleurs, provoqué un certain émoi dans les milieux financiers britanniques et les « financial News » allaient même jusqu'à considérer cette politique comme un

(1) *Revue Financière du Journal des Débats*, juin 1927.

(2) Le taux de l'escompte, malgré l'attente générale, n'a pu être abaissé et a été maintenu à 4 1/2 %.

« acte inamical », un « acte de sabotage ». C'est qu'ils n'avaient pas compris tout l'intérêt présenté par cette mesure, intérêt non seulement national mais mondial et qu'ils avaient été trop vite portés à croire que notre Institut d'émission voulait désormais agir seul, et briser la coopération, déjà si atteinte par la guerre, des grandes banques centrales, au sujet de l'or.

« D'après les meilleures opinions, disaient les *Financial News*, les disponibilités en or dans le monde ne ressortent pas à la hauteur des besoins pendant quelques dizaines d'années encore ; afin d'éviter une dépression économique générale, provoquée par une baisse du niveau international des prix, il va être nécessaire d'économiser l'or. La coopération des Banques d'émission est nécessaire à cet objet. Ainsi est-il inquiétant que les événements récents indiquent une intention de la part de la Banque de France de mépriser les bienfaits de la coopération et jeter la discorde dans l'harmonie qui existait précédemment. »

L'*Economist* est plus près de la vérité et de la modération lorsqu'il écrit : « On s'intéresse vivement aux achats d'or par la Banque de France à Londres ainsi qu'à l'affirmation émanant de bonne source, que la Federal Reserve Bank avait rendu à la Banque de France 40 millions de dollars en or, qui resteraient consignés à New-York. On estime que ces transactions sont totalement indépendantes de l'achat de 60 millions de dollars d'or à Londres, il y a quinze jours, mais sont la manifestation de nouveaux procédés employés par la Banque de France pour amener une tension des taux employés à l'étranger et retarder l'afflux des capitaux vers la France. »

Il y a une interpénétration profonde du marché des capitaux et du marché de l'or. A Londres, par exemple, au

fur et à mesure que l'or s'exportait dans les Instituts d'émission des pays étrangers, le taux de l'argent se tendait sur le marché libre afin d'attirer les capitaux à très court terme sur la place de Londres.

La Banque de France et la Banque d'Angleterre se sont d'ailleurs entendues au sujet de la répercussion possible de ces mouvements d'or sur les marchés monétaires. M. Montagu Norman s'est rencontré avec M. Quesnay, représentant de la Banque de France. Cette dernière a décidé d'échelonner les achats qui lui restaient à faire, après accord avec la Banque et après un préavis qui permettra à la Banque et à ses clients d'être prévenus et d'organiser en conséquence leurs opérations.

La note qui fut publiée au moment de la conférence qui se tint à New-York entre les représentants des grandes banques d'émission est significative : « Pendant la crise européenne, dit-elle, l'afflux de capitaux étrangers sur certains marchés avait rendu exceptionnellement favorable la balance des comptes des pays vers lesquels ils avaient émigré. Aujourd'hui, par suite du rétablissement partiel de la situation financière de la France, une partie de ces capitaux ont quitté les marchés sur lesquels ils s'étaient accumulés et sont venus s'employer en masse à Paris. Si la Banque de France n'apportait pas, dans la conduite de sa politique, tous les ménagements nécessaires, le reflux de ces capitaux agirait défavorablement sur les marchés où ils étaient momentanément déposés. Il pourrait en résulter des perturbations qu'il convient d'éviter. »

En effet, l'Angleterre a pu réaliser le retour à l'étalon or et à la parité de la livre sterling grâce à l'afflux des capitaux étrangers qu'une situation monétaire troublée dans leur pays d'origine avait incités à se placer à Lon-

dres. « Pendant la période où sévit la défiance à l'égard du franc, dit M. Germain-Martin (1) les capitaux français avaient émigré vers les marchés dont les devises convertibles contre de l'or offraient une stabilité durable. M. Benjamin Strong, président de la Federal Reserve Bank de New-York, au cours de la crise du printemps de 1926, pouvait affirmer que nul pays au monde ne possédait autant de dollars et de livres sterling que la France. Les événements ont prouvé combien il avait raison. En 1925, l'Angleterre pourra décréter le retour à l'étalon or et ne pas utiliser, en 1926, le crédit de 300 millions de dollars obtenus par le Royaume-Uni, en vue d'intervention sur le marché des changes, si cela était nécessaire, parce que les Français lui ont largement fourni des crédits en plaçant leurs capitaux à Londres, ce qui donnait aux banques anglaises des facilités énormes et rendait inutile l'entrée en jeu des crédits américains. »

Au contraire, avec le retour de la confiance, les capitaux français sont revenus, en nombre assez important, s'employer sur la place de Paris, causant ainsi un déséquilibre sur le marché de Londres. C'est pour éviter des perturbations trop considérables que les représentants des Banques centrales d'Angleterre, des Etats-Unis, de France et d'Allemagne se sont réunis à New-York en juillet 1927.

L'issue de cette conférence ne sembla pas, toutefois, satisfaire certains financiers anglais. C'est ainsi que les *Financial News* écrivent :

« Si le départ de M. Rist implique un échec, il faudrait s'attendre à la reprise des achats de métal pour le compte de la France. Espérons cependant, pour le bien de la coo-

(1) Revue financière du *Journal des Débats*, 18 juillet 1927.

pération internationale en général et des relations entre les deux pays, que les craintes d'une telle rupture ne sont pas fondées.

« Dans tous les cas, la Banque d'Angleterre, de semaine en semaine, se trouve dans l'impossibilité de s'assurer de l'or sur le marché. Depuis le début du mois de juin elle n'a pu acheter un gramme des 3.380.000 livres sterling d'or qui ont été vendues à Londres. La semaine dernière encore un acheteur continental que l'on ne dévoile pas s'est assuré 700.000 livres sterling d'or. Pour la semaine courante, les envois du Cap doivent se monter à 825.000 livres sterling de métal en lingots. Comme aucune consignation de souverains n'est attendue, on ne croit pas que cette fois encore la Banque d'Angleterre puisse acquérir du précieux métal. »

La Banque d'Angleterre, en effet, est paralysée par la persistance du taux de l'intérêt élevé qui entrave l'activité du marché de l'escompte.

En France, le loyer de l'argent demeure à un taux très réduit, de 2 1/2 % environ. Nous avons vu que la cause en est dans la masse des capitaux étrangers qui sont engagés à la spéculation sur les valeurs françaises et qui n'ont pas encore levé leurs positions.

Il résulte de cette accumulation de capitaux des places étrangères sur le marché de Paris une tension monétaire dans certaines de ces places.

A Francfort, le taux de l'argent à court terme atteint jusqu'à 10 %. A Londres, le taux libre est à 4 1/2, tandis qu'à Paris, il oscille autour de 2 3/4 ou 2 1/2.

Comment expliquer que les capitaux demeurent en France quand des taux plus rémunérateurs les appellent sur les places étrangères ?

Cette situation est due aux perspectives que garde la spéculation à l'égard de nos titres. C'est une campagne spéculative qui provoque ces différences considérables des taux d'intérêt sur les places internationales et l'effet est d'autant plus marqué que le ralentissement économique prouve les abondantes disponibilités d'un emploi à long terme.

Ainsi le vaste mouvement de capitaux qui a eu lieu à la fin de l'année et dans la première partie de l'année 1927, a permis de mettre en lumière des questions extrêmement intéressantes. On a vu que le taux de l'escompte dans un pays à monnaie instable est annihilé par les risques de dépréciation future de l'unité monétaire, par une crise de confiance produisant l'exode des capitaux. On a constaté, d'autre part, que la revalorisation de la monnaie, le retour de la confiance n'ont pas davantage permis au mécanisme classique des variations du taux de l'escompte de jouer avec la précision à laquelle on était habitué en régime de papier-monnaie convertible. Dans un cas, l'exportation des capitaux, la baisse de la monnaie ; dans l'autre, l'afflux massif des disponibilités, attirés par l'espoir des gains à réaliser, tout d'abord en spéculant à la hausse du franc, puis en spéculant à la hausse des valeurs de bourse. Enfin, les mouvements d'or succèdent aux mouvements de capitaux, afin d'opérer, sinon un arrêt, tout au moins un ralentissement dans les mouvements des capitaux. Politique aléatoire, d'ailleurs, tant que l'incertitude demeure vis-à-vis de la politique monétaire.

Le mécanisme du taux de l'escompte ne tend-il pas cependant à reprendre sa force ? Des faits récents permettent de le croire. Le taux de l'escompte était, au début du mois d'août 1927 de 5 % à Paris, de 4 1/2 % à Londres, de

4 % à New-York. Plusieurs banques fédérales décidèrent d'abaisser le taux de l'escompte de 4 à 3 1/2 %. La livre s'est immédiatement relevée à Paris à 124,08, tandis que le dollar fléchissait à 25,52 3/4. En même temps, la Banque de France décidait de prêter aux banques des livres qui jusqu'alors étaient demeurées immobilisées à Londres et pouvaient se trouver, d'un moment à l'autre, transformées en métal. Par cette mesure, notre Institut d'émission permettait aux Banques françaises de prêter à leur tour des livres à Londres pour des échéances de un, deux ou trois mois (1).

Une détente monétaire se manifestait donc à Londres où il devenait dès lors inutile d'envisager une hausse du taux de l'escompte : les fonds prêtés par les banques françaises rendaient de l'aisance au marché anglais.

La hausse récente du sterling contre dollar reflète les préoccupations de ces deux pays, économiques aux Etats-Unis, monétaires en Grande-Bretagne. Le mouvement est déterminé par la place de New-York et celle de Londres elle-même a son intérêt dans cette politique, car elle lui permet de défendre l'encaisse métallique de la Banque d'Angleterre contre des exportations d'or fréquentes. Au contraire, les Etats-Unis, inquiets de l'afflux du métal dans les caisses des Federal Reserve Banks veulent s'assurer des débouchés en Europe, afin d'éviter une crise écono-

(1) L'utilisation de ces devises à Londres procure aux banques un bénéfice calculé sur la différence du taux de dépôt demandé par la Banque de France et du taux d'escompte à Londres : le premier étant de 1 3/4 et 2 % et le second de 4 1/2 le bénéfice ressort ainsi à 2 ou 2 1/2 tandis que le taux d'intérêt servi à ses déposants par le Trésor n'est que de 1,50 %.

mique (1). Ils ne peuvent y parvenir qu'en faisant refluer lentement, afin d'éviter une crise de déflation, une partie de l'or qu'ils détiennent et qui, venant se transformer en crédits bancaires sur les marchés européens, y déterminera une hausse des prix, en même temps que les prix américains apparaîtront plus bas (2). Il convient de remarquer que si le fléchissement du taux de l'escompte des Federal Reserve Banks a pour but de créer un courant de disponibilités sur les marchés monétaires européens, cette mesure ne peut avoir qu'un effet provisoire et que, tôt ou tard, les prêts à court terme se solderont par des négociations d'emprunts à longue échéance.

(1) Dans son bulletin de septembre qui vient de paraître, la *National City Bank de New-York* analyse comme suit, les conditions générales aux Etats-Unis :

« Les indices généraux témoignent encore d'une certaine baisse de l'activité, aussi bien dans la production que dans la consommation. La production du fer et de l'acier ainsi que des automobiles est sensiblement plus basse actuellement qu'à pareille époque l'an dernier. Néanmoins, le mouvement économique est encore très large. Si le trafic des chemins de fer ainsi que l'activité de certaines industries se sont trouvés réduits, par contre les textiles, les cuirs, les manufactures de chaussures témoignent d'un regain d'affaires. La consommation du courant électrique est au même niveau que l'an dernier.

« On manque actuellement d'éléments précis pour juger de la situation des affaires durant l'automne, mais il n'existe pas d'indice défavorable, en sorte que l'on peut regarder l'avenir avec une certaine confiance.

« La diminution de l'activité dans l'industrie de l'automobile est due pour une large part à la fermeture des usines Ford, en cours de transformation. L'industrie de l'automobile a pris une telle extension que toute modification dans cette branche exerce ses effets dans tout le pays.

« Enfin, les conditions climatériques ont été défavorables et la grève de certains charbonnages, de même que la surproduction de pétrole ont contribué à rendre les conditions irrégulières et plus incertaines... »

(2) Leur niveau actuel est de 138 ; il avait atteint en 1919, au moment de l'afflux massif de l'or l'indice 240.

La Federal Reserve Banks de New-York décida, à partir du 5 août de réduire, à son tour, le taux de l'escompte de 4 à 3 1/2. L'effet se fit sentir immédiatement à Londres où la livre s'avancait à 4 doll. 8590 ; la Banque d'Angleterre pouvait acheter 429.000 livres sterling d'or.

La coopération des grands Instituts d'émission semble ainsi devoir s'affirmer à nouveau.

Quelles en seront les conséquences économiques ?

Les Etats-Unis redoutent par-dessus tout une baisse des prix qui menacerait leur prospérité économique ; la réduction du taux de l'escompte est un des moyens classiques pour la combattre. L'Angleterre, qui a eu à subir un grave conflit minier, désire, avant tout, un abaissement du loyer de l'argent à court terme ; la baisse du taux de l'escompte à New-York lui permet d'envisager une amélioration sur ce point et de raffermir la tenue de la livre à New-York.

La place de Berlin, qui a été éprouvée par la crise boursière du 13 mai 1927 et qui a besoin de capitaux étrangers envisage également cette mesure avec satisfaction. Le rapport de la Commerz und Privat Bank déclare : « Aux crédits étrangers incombe actuellement le rôle de compenser le passif de la balance commerciale. Il n'est donc pas étonnant qu'on ait à constater une tension du marché monétaire et il est d'autant plus remarquable que, malgré cette circonstance, la liquidation du 31 juillet ait été facile. Il semble donc — à moins d'une nouvelle tension et pourvu que les emprunts étrangers soient mis promptement à la disposition des marchés, — que les demandes de crédit pourront être satisfaites normalement.

« Il est vrai, ajoute le rapport, que l'appel aux crédits étrangers n'est qu'un palliatif et ne peut-être considéré

comme un remède. Celui-ci se trouve uniquement dans le développement de l'exportation. »

La place de Paris, qui a largement contribué, par l'octroi de prêts en livres aux banques françaises, à cette amélioration du marché monétaire international, sera également stimulée. Sur les fonds d'Etat, l'abaissement du loyer de l'argent coïncidant avec la cotation à terme du 3 % perpétuel et du 5 % amortissable 1920, aura une influence favorable, étant donné le taux de capitalisation élevé que font ressortir les cours de ces titres. De même, toutes les valeurs à revenu fixe bénéficieront d'un abaissement du taux de l'intérêt sur les places internationales et nous avons vu les conséquences de cette amélioration à la fois sur la reconstitution de l'épargne et sur l'activité des entreprises.

En outre, en dépit de l'abondance de l'argent à très court terme, le commerce ne trouve pas de crédit à des conditions aussi avantageuses que l'état du marché pourrait le faire croire. Le taux de l'escompte hors banque est influencé par le taux relativement élevé de l'escompte de l'Institut d'émission. Comment expliquer autrement l'affaiblissement du portefeuille commercial de la Banque de France tombant au chiffre dérisoire de 2 milliards et demi de francs-papier alors qu'il atteignait avant la guerre 1 milliard 500 millions de francs-or ?

Les variations du taux de l'escompte posent de sérieux problèmes. Le contrôle du marché des capitaux, soit par l'Institut d'émission, soit par la caisse de gestion, dépend d'un ensemble de phénomènes complexes : suppression définitive des déficits budgétaires, arrêt de l'inflation, sage politique d'amortissement, protection de l'épargne, liés eux-mêmes aux lois fondamentales de l'activité écono-

mique. C'est des facilités données à la production que dépend en effet le caractère positif de la balance commerciale, sans lequel la stabilité du change ne saurait être assurée.

S'il y a crise, insécurité financière, dépréciation constante de la monnaie, le taux de l'escompte se trouve noyé dans des fluctuations autrement amples. Ainsi les capitaux nationaux s'expatrient ou se réalisent en biens matériels, en opérations immobilières, tandis que les capitaux étrangers se retranchent dans leur réserve : seule, une perspective de revalorisation monétaire peut, nous l'avons constaté, les faire affluer sur le marché. C'est qu'en effet, ils tiennent beaucoup moins compte de la rémunération de tel ou tel taux d'intérêt que de l'espoir de gains procurés à la suite d'achats de titres en bourse.

La politique du taux de l'escompte est, à l'heure actuelle, encore impuissante à assurer, à elle seule, le contrôle des éléments du marché des capitaux qui, par leur complexité même, demandent un ensemble de mesures à la fois dans le domaine financier, dans le domaine monétaire et dans le domaine économique.

D'éminents écrivains et techniciens financiers estiment que le retour à un libre régime d'exportation des capitaux permettrait de dégonfler en partie le marché monétaire.

Comme l'indique un vœu que les grands Groupements économiques ont transmis au ministère des Finances pour obtenir l'abrogation de la loi du 3 avril 1918, cette loi cause une gêne, à la fois aux importateurs et aux exportateurs par les formalités qu'elle leur impose ; elle empêche la reconstitution du portefeuille français de valeurs étrangères ; elle anémie le marché de Paris par l'impossibilité

de faire des opérations d'arbitrage sur les valeurs internationales.

Il faut cependant redouter les effets que pourrait avoir la levée de l'interdiction sur la fraude fiscale.

Avec un régime aussi écrasant que le nôtre pour les revenus des valeurs mobilières, on risque d'inciter les porteurs de titres à toucher ou faire toucher leurs coupons à l'étranger. La solution, comme l'indique M. Germain-Martin « serait donc un régime de liberté, sans cependant offrir aux déserteurs du devoir fiscal des possibilités de fraudes. » Cet auteur, dans une récente *Revue Financière du Journal des Débats*, résumait ainsi les résultats escomptés de l'abrogation de la loi du 3 avril 1918 :

« Nous démolissons la muraille de Chine qui limitait notre action à l'extérieur. Nos placements au dehors servaient surtout les intérêts des grandes places étrangères, ainsi que cela s'est produit, en faveur de Londres, à l'époque de la fuite devant le franc. Désormais, ils pourront par leurs mouvements faciliter l'action de notre place, au delà des frontières. »

La Société d'Etudes et d'Informations économiques écrivait d'autre part :

« En premier lieu, il va de soi qu'elle (l'abrogation de la loi) ne troublerait en rien l'afflux des capitaux venus de l'extérieur. Selon toute vraisemblance, c'est à l'inverse qu'il faudrait s'attendre, car il est évident que les capitaux nous viendront d'autant plus abondamment que rien ne gênera plus la liberté de leur sortie. On trouvera donc, dans ce courant de l'extérieur, des ressources qui soulageront notre marché à long terme.

« Seulement, il est certain que, en même temps, le libre accès des places étrangères, en raison de la disparité du

loyer de l'argent à court terme entre notre marché encombré et les autres, provoquera des sorties de capitaux. Cela non plus n'est pas douteux. Il s'établira ainsi un double courant d'entrées et de sorties qui rendra sans doute plus aisée la recherche de cet équilibre entre les besoins et les disponibilités du marché qui est une des conditions essentielles de l'assainissement définitif. »

Les capitaux employés à très court terme sont trop considérables, les banques, en présence de cette situation, réduisent de plus en plus le taux de l'intérêt qu'elles accordent à leurs déposants et il y a là une circonstance défavorable à la formation de l'épargne parce qu'elle pousse au gaspillage. Si ces établissements de crédit pouvaient, sans crainte d'aucune sorte, placer une partie de leurs disponibilités sur les places où elles sont assurées de trouver une rémunération plus avantageuse, ils relèveraient le taux d'intérêt accordé à leurs déposants.

D'autre part, ne trouverait-on pas dans le libre placement des capitaux à l'étranger un avantage plus considérable encore que dans les emprunts extérieurs ?

En admettant que cette libre circulation des capitaux amenât un relèvement du taux de l'intérêt, ne trouverait-il pas sa justification même et sa garantie dans l'activité économique ?

« C'est un fait d'expérience bien connu dit M. Gaston Jèze (1) que les emprunts publics d'Etat sont favorisés par le marasme des affaires. L'Etat ne place pas bien ses emprunts lorsque l'industrie lui fait concurrence. Les périodes de crise économique sont propices à l'émission des emprunts d'Etat. »

C'est ce qu'on constate depuis l'afflux des capitaux sur

(1) *Journal des Finances*, 22 juillet 1927.

le marché à très court terme. Afflux formidable à la Trésorerie, mais qui finit par être gênant pour les milieux bancaires parce que les débouchés sont insuffisants. Si la loi interdisant l'exportation des capitaux était abrogée, les courants normaux des capitaux sur les places dont les taux sont plus rémunérateurs se rétabliraient.

Selon M. Gaston Jèze, ce n'est pas l'argument fiscal qui doit fonder les raisons de cette interdiction ; en effet, les lourdes charges qui pèsent sur les valeurs mobilières ne sont pas sur le point d'être allégés et l'on ne saurait cependant maintenir indéfiniment la loi de 1918. Ce qu'il faut envisager ce sont les conséquences d'une sortie considérable des capitaux. « Il ne faut pas se le dissimuler. C'est par milliards de francs que les capitaux placés aujourd'hui au Trésor et dans les banques quitteraient la France, si la liberté d'exportation était rétablie. » Or, ce mouvement n'irait-il pas plus loin qu'on ne le voudrait ? La réserve de devises accumulée par la Banque de France ne risquerait-elle pas de fondre ? La Chambre a refusé de consolider son stock en repoussant le projet de convention relatif au monopole des allumettes. Dès lors, du moment où l'Institut d'émission s'efforce de transformer en or une partie des fonds flottants qu'il détient, il ne serait pas de bonne logique d'entraver ces opérations. La question d'abolition de la loi sur l'exportation des capitaux est avant tout une question de temps et de doigté.

La libre circulation des capitaux aurait incontestablement pour effet d'avancer la régularisation de leurs mouvements, par le jeu des taux de l'escompte et de l'intérêt dans un régime normal, mais l'efficacité en serait-elle certaine tant que l'étalon monétaire n'aura pas retrouvé sa stabilité totale, c'est-à-dire sa convertibilité contre l'or ?

Si de nouvelles fluctuations du change se produisent, — et comment être assuré du contraire dans la situation actuelle ? — elles risqueront, comme nous l'avons vu, d'anéantir l'influence du taux de l'escompte.

Tant que les éléments psychologiques exerceront une influence prédominante sur les mouvements de capitaux, on doit redouter l'insuffisance de l'élévation du taux de l'escompte pour opérer, en cas de crise politique, le rapatriement de capitaux librement exportés en temps calme.

BIBLIOGRAPHIE

BIBLIOGRAPHIE

I

LIVRES DE FOND

- GERMAIN MARTIN *Les Finances publiques de la France et la fortune privée* (Payot 1925).
Cours de Doctorat (1926-1927).
- HENRI TRUCHY *Cours d'Economie politique* (Sirey).
- J.-M. KEYNES *La réforme monétaire* (Traduction Kra, 1924).
- A. de MIRIMONDE *Comment gérer sa fortune* (Payot, 1926).
- LOUIS POMMERY *Changes et monnaies* (Giard, 1926).
- CHARLES RIST *La déflation en pratique* (Giard, 1924).
Cours de Doctorat (1924-1925).
- GASTON JEZE *Traité de science des Finances et de législation financière.*
- BOHM-BAWERK *Histoire des Doctrines de l'intérêt.*
- WITHERS (HARTLEY). *Qu'est-ce que la monnaie ?* (Giard, 1920).

II

REVUES ET PERIODIQUES

Revue d'Economie Politique.

La France Economique (années 1922, 1923, 1924, 1925, 1926).

La Revue de Science et de Législation financière.

La Revue Politique et Parlementaire.

Le Bulletin quotidien de la Société d'Etudes et d'Informations économiques.

Revue financière du Journal des Débats.

L'Economiste Européen.

L'Economiste Français.

Sans-Fil.

Le Capital.

Le Journal des Finances.

Le Journal de la Bourse et de la Banque.

Le Bilan économique et financier de la France et de l'Etranger.

Indices du mouvement général des affaires en France et en divers pays
(courtes statistiques mensuelles publiées sous la direction de
M. Lucien March).

Le Bulletin de l'Association française des porteurs de valeurs-mobilières.

Le Bulletin de la Statistique générale de la France et du Service d'observation des prix.

Mémoire sur les Monnaies et les Banques centrales; publié par la Société des Nations.

III

DOCUMENTS PARLEMENTAIRES

Rapports budgétaires.

Inventaire de la situation financière de la France au début de la troisième législature.

Rapport du Comité des Experts.

TABLE DES MATIERES

	Pages
Avant-Propos.	1
INTRODUCTION : Qu'est-ce que le taux de l'intérêt ? .	
L'épargne. — Le revenu. — Les deux formes d'épargne. — Le marché monétaire et le marché financier. — Le taux de l'intérêt.	7
PREMIERE PARTIE : Le taux de l'intérêt à court terme	
CHAPITRE I : <i>Le taux de l'escompte</i>	
Les effets du taux de l'escompte en régime de papier-monnaie convertible. — Les effets en régime de cours forcé. — Le mouvement des capitaux et les variations du taux de l'escompte depuis la guerre. — Le taux de l'escompte et l'existence d'une lourde dette flottante. — La situation monétaire et la perspective de gains par la spéculation. — La revalorisation de 1926.	21
CHAPITRE II : <i>Les emplois au Trésor</i>	
Le Bon de la Défense nationale. — Son origine, sa nature, son rôle. — Le taux de l'intérêt des Bons. — Les dépôts en banque et les Bons de la Défense. — Les émissions. — La politique	

	Pages
de consolidation. — Les comptes courants à la Caisse centrale du Trésor et l'achat de devises par la Banque de France.	45
 DEUXIEME PARTIE : Le taux de l'intérêt à long terme.	
<i>CHAPITRE I : L'abondance ou la restriction des capitaux</i>	
Le problème de l'abondance ou de la restriction des capitaux. — Est-il possible de concilier l'abondance des disponibilités avec une hausse progressive du taux de l'intérêt ? — La liquidation des pensions et des dommages de guerre. — L'accroissement des charges fiscales. — L'état actuel du marché de l'épargne depuis la revalorisation monétaire et la stabilité de fait.	63
 <i>CHAPITRE II : L'inflation, les prix et le change</i>	
L'abondance du numéraire n'a pas d'influence directe sur le taux de l'intérêt. — La diminution des patrimoines. — Les mouvements des prix et le taux de l'intérêt. — Les fluctuations des changes. — Parallélisme de ces mouvements. — La stabilité des prix et des changes en 1927.	85
 <i>CHAPITRE III : Les emprunts d'Etat</i>	
Problèmes soulevés par le taux de l'intérêt. — Modalités des émissions. — L'intérêt normal. — La pratique pendant et après la guerre. — La politique d'argent cher. — Inconvénients présentés pour les finances publiques par la hausse du taux de l'intérêt.	95
 TROISIEME PARTIE : Les problèmes économiques actuels soulevés par le taux de l'intérêt.	
<i>CHAPITRE PREMIER : Les problèmes économiques soulevés par le taux de l'intérêt à l'intérieur de la nation</i>	
La situation de l'entreprise. — La nécessité des appels à l'épargne. — La hausse du taux de l'intérêt et le coût de production. — La prime d'assurance contre les risques de l'entreprise. — Valeurs à revenu fixe et valeurs à revenu	

TABLE DES MATIÈRES

163

variable. — Les valeurs mobilières et la crise de 1920. — La situation actuelle.	113
--	-----

CHAPITRE II : *Problèmes économiques soulevés par le taux de l'intérêt sur le marché international*

Le rôle des mouvements de capitaux sur les places internationales. — Avantages et inconvénients. — New-York pôle du crédit. — La politique de l'escompte à New-York et à Londres. — La répercussion sur les autres marchés. — Le retour aux procédés techniques. — Les achats d'or de la Banque de France et la spéculation à la hausse du franc. — Leur répercussion à Londres et à New-York. — La conférence financière de New-York. — La question de l'abrogation de la loi du 3 août 1918, interdisant l'exportation des capitaux....	133
---	-----

BIBLIOGRAPHIE.	159
------------------------	-----



Vu :

Le Doyen :

H. BERTHELEMY.

Vu :

Le Président :

Germain MARTIN.

Vu et permis d'imprimer :

Le recteur de l'Académie de Paris :

CHARLETY.

